

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

GABRIELA CAROLINA REZENDE PADILHA

**A EXPANSÃO FINANCEIRA CHINESA (1979-2020):
A CAMINHO DE UM PROCESSO DE FINANCEIRIZAÇÃO?**

RIO DE JANEIRO

2020

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

GABRIELA CAROLINA REZENDE PADILHA

**A EXPANSÃO FINANCEIRA CHINESA (1979-2020):
A CAMINHO DE UM PROCESSO DE FINANCEIRIZAÇÃO?**

Trabalho de Conclusão de Curso
apresentado ao Instituto de Economia da
Universidade Federal do Rio de Janeiro
como exigência para obtenção do título de
bacharela em Ciências Econômicas.

Orientadora: Prof.^a Isabela Nogueira de
Morais

RIO DE JANEIRO

2020

As opiniões expressas neste trabalho são da exclusiva responsabilidade do(a) autor(a).

AGRADECIMENTOS

Durante esses cinco anos de graduação, eu tive a sorte de contar com o apoio de pessoas incríveis, às quais sempre serei grata.

Primeiramente, agradeço a minha família, pelo apoio incondicional nos momentos mais difíceis, especialmente neste ano. A minha mãe, meu exemplo de vida e a mulher mais forte que eu conheço, por ter feito tudo que podia para que eu concluísse essa etapa. Ao meu pai, por sempre acreditar em mim e me apoiar em todos os momentos da minha vida. Ao meu irmão, por sempre me ouvir e me incentivar a seguir os meus sonhos. As minhas avós e ao meu avô, pela enorme torcida e ajuda para que eu pudesse alcançar meus objetivos.

Ao Rui, meu namorado (e o maior especialista em normas ABNT que eu conheço), por todo o apoio, ajuda e companheirismo durante essa trajetória, sendo minha âncora e estando presente em todos os momentos, me dando força para seguir em frente.

A todos amigos que fiz no Instituto de Economia, por sempre me apoiarem e estarem do meu lado: Ana, Gabriel, Guilherme, Lucas, Jefferson, Marcelo, e Wellerson. Em especial, ao Marcio, pelo incentivo constante na escrita do texto; ao João Pedro, pela enorme ajuda na pesquisa, seja ouvindo minhas dúvidas ou me motivando a continuar; e a Helena, por ter me acompanhado e ajudado a enfrentar os momentos mais difíceis.

Aos meus amigos do NAF, especialmente ao Beto, a Júlia e Camila, por me encorajarem a atingir meus objetivos e por me alegrarem quando eu mais precisava.

Aos membros do Boletim Mercado de Trabalho do IPEA, por sempre estarem dispostos a me ensinar e por confiarem no meu potencial, mesmo quando eu duvidava.

A minha orientadora, Isabela Nogueira, que me incentivou com o projeto desde o início, e que mesmo com todos os percalços da distância na quarentena, sempre esteve disponível para tirar minhas dúvidas com a pesquisa e corrigir meus erros. Agradeço também ao LabChina, pela grande contribuição acadêmica de todos os pesquisadores.

E por fim, a UFRJ, por ser minha segunda casa durante esses doze anos. A minha visão de mundo e a minha trajetória são fortemente marcadas pelos sete anos que passei no CAp – UFRJ, e pelos cinco anos de Instituto de Economia. Se hoje sou uma economista, isso se deve ao ensino público, gratuito e de qualidade que a universidade me ofertou, e eu nunca me esquecerei disso.

RESUMO

A partir da globalização financeira e produtiva iniciada na década de 1980, popularizou-se a tese de que o capitalismo havia adentrado em uma nova fase – financeirizada – caracterizada pela expansão do capital portador de juros em todas as esferas econômicas. Nesse processo, a economia chinesa parece se distinguir por sua relativa autonomia em relação à financeirização sob a hegemonia do dólar. Com base na revisão das teorias de Costas Lapavistas, Ben Fine e José Carlos Braga, a pesquisa busca descrever a expansão financeira chinesa dos últimos quarenta anos e verificar se esta se assemelha à financeirização das economias desenvolvidas e periféricas. Para tal diagnóstico, utilizou-se de revisão bibliográfica e de coleta de dados do sistema financeiro do país. Concluiu-se que a expansão financeira da China não se caracteriza como o fenômeno da financeirização, por não haver um processo de expropriação financeira, de financeirização de empresas não financeiras ou de aumento da participação estrangeira no sistema financeiro chinês.

Palavras-chave: Financeirização; Sistema Financeiro Chinês; China.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Estrutura do sistema financeiro chinês	41
Figura 2 – Composição da dívida dos governos locais, em percentual (2008-2016).....	61
Figura 3 – Proporção da dívida não bancária dos governos locais em relação ao setor bancário sombra chinês (2008-2016)	62
Figura 4 – Evolução dos ativos bancários chineses: <i>shadow banking</i> e empréstimos bancários (2013-2019)	64

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Total de ativos do sistema bancário chinês, em RMB trilhões (2003-2016)..	43
Gráfico 2 – Capitalização das bolsas de valores de Xangai e Shenzhen, em US\$ trilhões (2006-2020)	50
Gráfico 3 – Evolução dos componentes do setor bancário sombra chinês, em RMB trilhões (2011-2019)	65
Gráfico 4 – Dívida das famílias chinesas como percentual do PIB (2004-2019).....	68
Gráfico 5 – Endividamento das famílias como percentual do PIB, comparação entre países (2018)	71
Gráfico 6 – Crédito a empresas não financeiras chinesas como percentual do PIB, dívida principal (2008-2020).....	73

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Total de ativos do setor bancário chinês por tipo de instituição, em RMB trilhões (2003-2016)	44
Tabela 2 – Emissão e volume de transação de títulos chineses, por tipo de título (2018)	47
Tabela 3 – Análise da participação acionária dos principais bancos comerciais chineses	78

LISTA DE SIGLAS

ABC	Agricultural Bank of China
ADBC	Agricultural Development Bank of China
AMC	Asset Management Company
BOC	Bank of China
BoCom	Bank of Communications
CBIRC	China Banking and Insurance Regulatory Commission
CBRC	China Banking Regulatory Commission
CCB	China Construction Bank
CDB	China Development Bank
Chexim	Export Import Bank of China
CPCB	China People's Construction Bank
CSRC	China Securities Regulatory Commission
ICBC	Industrial and Commercial Bank of China
LGFV	Local-government Financing Vehicles
MCBs	Municipal Corporate Bonds
MOF	Ministry of Finance of the People's Republic of China
NPL	Non Performing Loan
OMC	Organização Mundial do Comércio
P2P	Peer-to-peer Lending
PBOC	People's Bank of China
QDII	Qualified Domestic Institutional Investor
QFII	Qualified Foreign Institutional Investor
RQFII	RMB Qualified Foreign Institutional Investor
SAFE	State Administration of Foreign Exchange

SOEs	State-owned enterprises
TBR	Trust Beneficiary Right
TICs	Trust and investment corporations
TSF	Total Social Financing
WMPs	Wealth Management Products

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	10
I REVISÃO TEÓRICA SOBRE O CONCEITO DE FINANCEIRIZAÇÃO	13
I.1 FINANCEIRIZAÇÃO E O PROCESSO DE EXPROPRIAÇÃO FINANCEIRA SEGUNDO COSTAS LAPAVITSAS	14
I.2 FINANCEIRIZAÇÃO E A PREDOMINÂNCIA DO CAPITAL PORTADOR DE JUROS SEGUNDO BEN FINE	18
I.3 FINANCEIRIZAÇÃO COMO UM PADRÃO SISTÊMICO DE RIQUEZA SEGUNDO JOSÉ CARLOS BRAGA	24
I.4 FINANCEIRIZAÇÃO, EM SUMA	29
II O SISTEMA FINANCEIRO CHINÊS	33
II.1 EVOLUÇÃO DAS REFORMAS DO SISTEMA FINANCEIRO CHINÊS (1979-2020)	33
II.2 PANORAMA ATUAL DO SISTEMA FINANCEIRO CHINÊS	40
II.2.1 Sistema Bancário Chinês	42
II.2.2 Mercado de Títulos	45
II.2.3 Mercado de Ações	48
II.3 SISTEMA BANCÁRIO PARALELO CHINÊS	51
II.3.1 Motivos para o crescimento do sistema bancário paralelo na China	52
II.3.2 Instrumentos de expansão financeira do sistema bancário paralelo	55
II.3.2.1 Instrumentos de depósito	56
II.3.2.2 Instrumentos de acesso a crédito	58
II.3.3 A relação entre os LGFVs e o sistema bancário paralelo chinês	60
II.3.4 Retrato atual do sistema bancário paralelo na China	63
III A CAMINHO DE UMA FINANCEIRIZAÇÃO NA CHINA?	67
III.1 EXPROPRIAÇÃO FINANCEIRA	67
III.2 “FINANCEIRIZAÇÃO” DAS EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS	72
III.3 PARTICIPAÇÃO ESTRANGEIRA NO SETOR FINANCEIRO.....	77
III.4 CONTROLE DE CAPITAIS: UM FREIO À FINANCEIRIZAÇÃO CHINESA.....	82
CONSIDERAÇÕES FINAIS	87
REFERÊNCIAS	90

INTRODUÇÃO

Nos últimos cinquenta anos, o capitalismo mundial passou por extremas transformações. A partir do rompimento do acordo de Bretton Woods e do estabelecimento de um novo padrão monetário internacional – o padrão-dólar flexível – na década de 1970, o período denominado de “Era de Ouro” do capitalismo, caracterizado pelas elevadas taxas de crescimento mundiais e pela adoção de políticas de caráter keynesiano, chegou ao seu fim.

As primeiras transformações ocorreram nos Estados Unidos e no Reino Unido, durante os governos de Ronald Reagan e Margaret Thatcher, respectivamente; mas ao longo das décadas de 1970 e 1980, se expandiram para os demais países centrais e periféricos. Foram adotadas medidas de liberalização dos fluxos de capitais internacionais; de abertura dos mercados nacionais; de desregulamentação nas relações de trabalho; de aumento da esfera financeira do capital; de incorporação e inovação tecnológica; e de dissolução do bloco socialista, com a expansão das relações capitalistas naqueles países (DOMINCZAK e SABADINI, 2013, p. 126).

Devido a essas transformações no capitalismo contemporâneo, inúmeros autores - em sua maioria, heterodoxos e marxistas - passaram a defender a tese de que o capitalismo, nos anos 1970, havia adentrado em uma nova fase, financeirizada, caracterizada por um aumento da esfera financeira em relação à esfera produtiva. Esta fase seria decorrente do papel cada vez mais importante na riqueza total assumido pela forma funcional autonomizada do capital - conhecida como capital portador de juros¹ - que passou a estabelecer os parâmetros da operação de capital como um todo (DOMINCZAK e SABADINI, 2013, p. 126).

Diante desse quadro, Nogueira, Guimarães e Braga (2019, p. 455-458) destacam que o regime de acumulação chinês apresenta certas particularidades. Diferentemente da maior parte das economias desenvolvidas e em desenvolvimento, em que o regime de acumulação liderado pelas finanças definiu a reprodução capitalista a partir da ascensão do neoliberalismo na década de 1980, a economia chinesa se mantém com uma relativa autonomia à hegemonia do dólar. Para os autores, isso se deve a predominância estatal no sistema financeiro e aos rígidos controles de capitais, que impedem efetivamente a penetração do sistema financeiro chinês por empresas transnacionais e investidores estrangeiros.

¹ É o capital monetário que é adiantado, na expectativa de um retorno, o qual seu pagamento depende da expansão bem-sucedida da produção ou da atividade lucrativa em que os juros podem ser pagos (FINE, 2013, p. 49).

Entretanto, para os autores, isso não significa uma ausência de financeirização no país – na verdade, eles argumentam a existência de um processo de “financeirização com características chinesas”. Essa se caracterizaria pela mobilização e canalização de recursos internos através do sistema financeiro para financiar grandes projetos e iniciativas de infraestrutura e urbanização. Dessa forma, ao manter altas taxas de investimento, sustenta o regime de crescimento liderado pelos investimentos (*investment-led growth*) (NOGUEIRA; GUIMARÃES; BRAGA, 2019, p. 455-458).

Portanto, com base no texto de Nogueira, Guimarães e Braga (2019), o objetivo da pesquisa é descrever o processo de expansão financeira ocorrido na China nos últimos quarenta anos, e avaliar se este processo se distingue ou não do fenômeno da financeirização, tratado na literatura internacional. Busca-se detalhar os instrumentos de expansão financeira existentes no país e os mecanismos que freiam essa expansão.

Para investigar a financeirização da economia chinesa, no entanto, é necessário definir o conceito de financeirização. Como não há uma definição consensual na literatura internacional, optou-se por tomar como base a abordagem da Economia Política Marxista, a partir de três autores que possuem diferentes visões sobre o termo: Costas Lapavitsas, Ben Fine e José Carlos Braga. Buscou-se conceber, então, através de pontos em comum entre os autores, uma categoria de financeirização, a qual foi usada como critério qualitativo para a investigação. Para o enriquecimento da análise, também foram analisados dados quantitativos do sistema financeiro chinês acerca desses pontos em comum.

Portanto, a metodologia utilizada no trabalho é a de pesquisa bibliográfica e documental, a partir da análise de livros, artigos, teses, dissertações, monografias, notícias e documentos oficiais sobre o desenvolvimento do setor financeiro chinês e sobre a literatura internacional de financeirização. Além disso, foi realizada uma coleta de dados referentes ao sistema financeiro chinês, provenientes de bases como BIS, Bank of America; de relatórios oficiais de entidades estatais de regulação, como relatórios da China Banking Regulatory Commission (CBRC) e do People’s Bank of China (PBOC); e de sites de notícias.

Sabe-se que a maior parte das análises sobre financeirização está concentrada nas economias dos países desenvolvidos. Portanto, diante da escassa literatura sobre o caso chinês, o presente trabalho busca contribuir na ampliação da discussão sobre financeirização, ao olhar mais especificamente para a expansão financeira recente ocorrida no país.

De forma geral, é possível afirmar que a discussão teórica sobre financeirização envolve certos pressupostos, como: que a economia é o objeto principal que está sendo financeirizado, que os Estados agem como promotores de políticas de desregulação que facilitam a autonomização das finanças, e que o investimento financeiro é um jogo de soma-zero em relação às atividades produtivas – isto é, o crescimento das finanças estaria gerando um fenômeno de *crowding-out* dos investimentos produtivos.

Em contraposição a essa visão, a pesquisa busca dialogar com a parca literatura que trata de casos em que os próprios Estados são atores financeiros de grande importância, especialmente quando vinculam suas finanças a noções articuladas de desenvolvimento e de industrialização – como o exemplo da própria China. Nesse sentido, parte da relevância desse trabalho reside em identificar por quais métodos o Estado chinês, ao promover a expansão financeira em seu território, conseguiu utilizar os mecanismos financeiros criados para levantar fundos e financiar massivos investimentos públicos em infraestrutura e políticas industriais e de inovação.

O trabalho está dividido em três capítulos. O primeiro capítulo apresenta uma revisão teórica sobre o conceito de “financeirização”, com base nos trabalhos de Lapavitsas, Fine e Braga, e propõe pontos em comum entre os autores, para que sejam usados como critérios de análise da expansão financeira chinesa. Já o segundo capítulo busca descrever como se deu a evolução do sistema financeiro da China nos últimos quarenta anos, e qual o panorama atual deste – dessa forma, detalhando o setor bancário, os mercados de capitais e o *shadow banking system*.

Por fim, o terceiro capítulo retoma a questão introduzida no título da pesquisa, buscando compreender até que ponto a categoria de financeirização (desenvolvida no primeiro capítulo) pode explicar ou não o caso chinês. São examinados quais os mecanismos de controle que evitam com que as finanças adquiram maior independência na China – com destaque para o controle de capitais, nesse aspecto – e quais as pressões contrárias e favoráveis à liberalização dos fluxos internacionais de capitais no país. Para chegar a essa conclusão, além da compreensão teórica do primeiro capítulo (critério qualitativo), são usados dados sobre o sistema financeiro chinês (critérios quantitativos).

I REVISÃO TEÓRICA SOBRE O CONCEITO DE FINANCEIRIZAÇÃO

Para que se possa analisar a expansão financeira na China nos últimos quarenta anos e o grau de financeirização da economia chinesa, é necessário estabelecer o conceito de financeirização. O uso desse termo em publicações científicas, particularmente em abordagens da heterodoxia econômica, tem aumentado bastante nas últimas duas décadas. No entanto, mesmo com seu uso generalizado, não há uma definição consensual.

De acordo com Braga *et al.* (2017, p. 830), embora o termo pretenda abranger um conjunto amplo e heterogêneo de fenômenos sociais e o faça, em geral, a partir de uma perspectiva crítica, o significado desses fenômenos e suas implicações são abordados de várias maneiras. Frequentemente, a financeirização é entendida como sinônimo de especulação excessiva, crescimento exagerado do setor financeiro (SAWYER, 2016 *apud* BRAGA *et al.* 2017, p. 830), privatização e liberalização financeira. Por isso, não é raro encontrar expressões na literatura como “financeirização da educação”, “financeirização da comida”, entre outros. Segundo Bayliss, Fine e Robertson (2017), essa forma “casual” de tratar o conceito acaba gerando um conjunto de teorias de financeirização tão amorfo quanto seu escopo na prática.

Por isso, o trabalho busca apresentar o fenômeno da financeirização a partir de uma abordagem da economia política, destacando sua relevância na compreensão da dinâmica do capitalismo contemporâneo (Braga *et al.*, 2017, p. 830). Mais do que isso, se baseia na economia política marxista. Nas palavras de Fine (2013, p. 48):

From a Marxist perspective, taking the last issue as a critical point of departure, emphasis is placed upon the capitalist economy as organized around the accumulation of capital through the production, circulation, and distribution of (surplus) value as a totality of economic relations, processes, structures, dynamics, and corresponding agents. This is distinct in principle from other approaches that may focus on one or more aspects of the economy and how they interact with what is taken to be financialization, not least the heavier presence of finance. Some, for example, might emphasize how changes in finance have affected distributional relations and/or corresponding levels of effective demand. There is no denying that such analyses can cast useful empirical and analytical light on what has been going on. But, from a Marxist perspective, this is at most only part of the picture. And, in particular, Marxist political economy plays considerable attention to how capital is accumulated with a corresponding dynamic associated with restructuring.

Portanto, na abordagem da economia política marxista, a ênfase é colocada na economia capitalista e na sua organização em torno da acumulação de capital por meio da produção, circulação, e distribuição do valor, sempre com uma perspectiva de totalidade das

relações econômicas, dos processos, das estruturas, das dinâmicas e dos agentes correspondentes. Isso se distingue de outras abordagens que podem se concentrar em um ou mais aspectos da economia e como esses interagem com o que é considerado financeirização. Essas análises podem ser úteis empiricamente, mas consistem em apenas uma parte do quadro (FINE, 2013, p. 48).

Logo, nesse capítulo, será discutido o conceito de financeirização por meio das definições de três autores – Costas Lapavitsas, Ben Fine e José Carlos Braga. Apesar dos três se basearem na abordagem da economia política marxista, suas visões se distinguem em vários aspectos. Após a apresentação das teorias, busca-se conceber uma categoria de financeirização que una os pontos em comum entre os três autores – a qual será usada como critério para analisar a economia chinesa, no terceiro capítulo.

I.1 FINANCEIRIZAÇÃO E O PROCESSO DE EXPROPRIAÇÃO FINANCEIRA SEGUNDO COSTAS LAPAVITSAS

Em seu texto “Theorizing financialization”, Costas Lapavitsas, antes de explicar sua própria definição sobre financeirização, propõe uma revisão das diversas interpretações desse termo, dentro das correntes teóricas pós-keynesianas e marxistas. Enquanto faz isso, o autor se opõe às teorias que relacionam a expansão das finanças com o fraco desempenho da produção. Segundo Lapavitsas, as instituições financeiras são intermediárias, que mobilizam dinheiro ocioso entre classes sociais, sendo errôneo compreendê-las como uma seção rentista da classe capitalista. Além disso, para o autor, a presumida tensão social entre (“mau”) rentista e (“bom”) industrial tem estado longe de ser visível no curso da crise recente - a resposta à crise de 2007-2009, por exemplo, foi bastante semelhante por parte de interesses corporativos e financeiros (LAPAVITSAS, 2011, p. 618).

Da mesma forma, Lapavitsas discorda da interpretação de que a estagnação da acumulação real levou ao *boom* das finanças, ou financeirização, já que isso contradiz o impulso inerente da produção capitalista para se reestruturar. Desde 1970, ocorreram grandes transformações na produção, com base nas novas tecnologias em informações e telecomunicações e na desregulamentação do trabalho. Tem havido um crescimento econômico significativo, mesmo que em média menor do que nas décadas de 1950 e 1960, e a produção capitalista fez enormes avanços nos países mais pobres. Para Lapavitsas, claro que

não há dúvidas de que a ascensão das finanças nas últimas décadas tem sido acompanhada por um fraco desempenho da acumulação real. Mas, para construir uma teoria da financeirização, seria necessário perceber as mudanças no comportamento das empresas industriais, bancos e os trabalhadores, e as transformações das estruturas do sistema financeiro (LAPAVITSAS, 2011, p. 618).

Nesse sentido, o autor define financeirização como uma transformação estrutural e sistêmica das economias capitalistas avançadas, iniciada após a década de 1970, e ligada a mudanças nas relações fundamentais entre empresas não financeiras, empresas financeiras e trabalhadores (LAPAVITSAS, 2013, p. 798). Esse processo teria se caracterizado por três elementos ou tendências: (i) a alteração das relações entre grandes corporações não financeiras e bancos, já que as primeiras ganharam habilidades financeiras independentes, reduzindo a dependência de empréstimos bancários; (ii) a transformação do papel dos bancos, como resultado do item (i) e do desenvolvimento tecnológico, ao se voltarem para a mediação nas transações em mercados abertos, ganhando comissões e lucros comerciais, e concedendo crédito para as famílias; e (iii) o maior envolvimento das famílias e dos trabalhadores com o sistema financeiro, tanto como devedores quanto detentores de ativos. O autor argumenta que a crise financeira global de 2007-2009 está diretamente relacionada com essas mudanças (LAPAVITSAS, 2011, p. 611-612).

Em relação ao item (i), o autor afirma que as grandes corporações multinacionais nas economias maduras contemporâneas passaram a financiar seus investimentos majoritariamente através de lucros retidos, sem a necessidade de depender de empréstimos bancários para tal. Além disso, elas têm obtido cada vez mais financiamento nos mercados abertos – Lapavitsas destaca que, atualmente, até a folha de salários de grandes empresas não financeiras é financiada através da emissão de *commercial papers*. Ondas sucessivas de aquisições também levaram as empresas a se envolverem na negociação de títulos e ações, desenvolvendo habilidades em operações financeiras e *trading*. Nesse sentido, empresas monopolistas não financeiras adentraram no escopo das finanças, ao ponto de manter departamentos separados para operações em crédito comercial e títulos financeiros. Em suma, essas empresas se tornaram “financeirizadas” e assim, menos dependentes do sistema bancário (LAPAVITSAS, 2009, p. 127; LAPAVITSAS, 2013, p. 799-800).

Como reflexo das alterações na conduta de empresas não financeiras e do desenvolvimento tecnológico, os bancos se reestruturaram, ao se voltarem para a mediação nas transações em mercados abertos - ganhando comissões e lucros comerciais - e para a

concessão de crédito para as famílias. Segundo o autor, o capital bancário se beneficiou de ondas sucessivas de fusões e aquisições entre empresas não financeiras; da canalização das poupanças pessoais para os mercados de ações a pedido do Estado; e da suspensão dos controles sobre as taxas de juros e fluxos de capital, o que incentivou o crescimento dos mercados financeiros (LAPAVITSAS, 2013, p. 800).

Para Lapavitsas, o aspecto mais importante do período recente tem sido o processo de financeirização da renda pessoal dos trabalhadores e das famílias, em todas as classes sociais. Esse fenômeno se refere tanto ao aumento das dívidas (hipotecas, consumo geral, educação, saúde) quanto à ampliação da posse de ativos financeiros (pensões, seguros, fundos do mercado monetário). De acordo com o autor, a financeirização da renda dos trabalhadores está ligada ao processo de estagnação (ou baixo crescimento) dos salários reais, desde a década de 1970, resultando em um aumento da desigualdade de renda, como também ao recuo da provisão pública e estatal em uma gama de serviços (habitação, pensões, educação, saúde, transporte, entre outros). Nesse contexto, o consumo de trabalhadores se tornou cada vez mais privatizado e mediado pelo sistema financeiro. Bancos e outras instituições financeiras têm facilitado o consumo das famílias, mas também têm promovido a canalização da poupança das famílias para os mercados financeiros – ou seja, extraindo lucros financeiros (LAPAVITSAS, 2011, p. 620; LAPAVITSAS, 2013, p. 800).

Portanto, para o autor, essa extração sistemática de lucros financeiros dos salários dos trabalhadores e de outras camadas sociais constitui um novo conjunto de relações, que ele nomeia como “expropriação financeira”, sendo a característica mais relevante do processo de financeirização. Na visão de Lapavitsas, a expropriação financeira é uma fonte adicional de lucro que se origina na esfera da circulação – se distinguindo assim da exploração (no conceito marxista) que ocorre na produção e que continua sendo o pilar nas economias capitalistas contemporâneas. No que se refere à renda pessoal, envolve fluxos existentes de dinheiro e valor, em vez de novos fluxos de mais-valia. Porém, apesar de estar na esfera da circulação, ocorre de forma sistemática e por meio de processos econômicos, possuindo, assim, caráter exploratório (LAPAVITSAS, 2009, p. 131).

O autor aponta que certas vantagens de informação e de poder possibilitaram que instituições financeiras lidem com os indivíduos de forma diferente do que lidam com empresas capitalistas. As empresas têm acesso razoável à informação, não são inferiores às instituições financeiras em poder econômico, e os serviços financeiros que obtêm são necessários para a produção e circulação de valor e mais-valor. Em contraste, o financiamento

direcionado à receita pessoal visa atender às necessidades básicas dos trabalhadores e das famílias – como habitação, pensões, consumo, seguros. Essa relação difere qualitativamente das finanças direcionadas à produção capitalista ou à circulação, já que, de forma geral, os trabalhadores buscam financiamento para adquirirem valores de uso; enquanto as empresas visam à expansão do valor. Além disso, os trabalhadores individuais que buscam atender às necessidades básicas por meio de finanças - particularmente no contexto de provisão social limitada - têm poucas opções de contornar, ou substituir os mecanismos do sistema financeiro. Nesse sentido, a renda individual das famílias se torna alvo fácil de expropriação financeira, segundo Lapavitsas (LAPAVITSAS, 2009, p. 131-132).

Essas três tendências da financeirização teriam surgido dentro do contexto histórico e político do neoliberalismo, especialmente devido às medidas de liberalização financeira e trabalhista e de desregulamentação dos mercados. Por isso, em consequência das especificidades históricas e institucionais dos países, as características da financeirização variam para cada um deles (LAPAVITSAS, 2013, p. 800).

Mais especificamente, para Lapavitsas, a financeirização se diferencia entre os países desenvolvidos e em desenvolvimento, assumindo uma forma subordinada nestes últimos. Enquanto os países capitalistas maduros mantiveram um papel dominante na atividade econômica em todo o mundo, o modo de integração dos países em desenvolvimento no mercado mundial mudou profundamente nas últimas décadas. Portanto, a financeirização nesses países em desenvolvimento está associada às medidas de liberalização financeira – que, iniciadas na década de 1970, consistiam na suspensão dos controles de preços e quantidades nos sistemas financeiros domésticos e no estabelecimento de mercados de ações; mas que, no final da década de 1980, haviam se transformado em uma estratégia integrada de desenvolvimento pró-mercado: o Consenso de Washington (LAPAVITSAS, 2013, p. 801).

Um componente fundamental do Consenso de Washington foi a abertura dos mercados das economias domésticas para o capital internacional, baseando-se no princípio de que o capital fluiria dos países mais ricos para os mais pobres, promovendo assim o desenvolvimento destes. No entanto, segundo Lapavitsas, na década de 2000, com a integração desses países ao comércio e às finanças internacionais, precisamente o oposto ocorreu. Os anos de pico do processo de financeirização têm se caracterizado por fluxos líquidos de capital negativos nesses países, conforme os países em desenvolvimento passam a acumular grandes reservas internacionais de dólares. Os custos para os países em desenvolvimento têm sido substanciais, medidos pela diferença entre as taxas de juros

doméstica e estrangeira, ou pelo custo de esterilização dos bancos centrais; enquanto financiam os países desenvolvidos, principalmente os Estados Unidos, o emissor hegemônico do dólar (LAPAVITSAS, 2013, p. 801-802).

Esse acúmulo de reservas atuou como catalisador para o crescimento dos mercados financeiros domésticos nos países em desenvolvimento, estimulando a emergência da financeirização, mas com caráter subordinado. A entrada de bancos estrangeiros nos países em desenvolvimento tem promovido ainda mais a evolução da financeirização subordinada, ao encorajar mudanças no sistema bancário voltadas para a abertura de mercados financeiros e da renda pessoal como fonte de lucros financeiros, resultando assim no aumento do endividamento individual (LAPAVITSAS, 2013, p. 802).

Em resumo, para Costas Lapavitsas, a financeirização não significa o domínio dos bancos sobre o capital industrial e comercial. Em vez disso, representa uma autonomia crescente do setor financeiro. Os capitais industriais e comerciais são capazes de tomar empréstimos em mercados financeiros abertos, tornando-se assim fortemente implicados nas transações financeiras. As instituições financeiras passam a buscar novas fontes de lucro por meio da expropriação financeira e dos bancos de investimento; enquanto os trabalhadores são cada vez mais atraídos para o domínio do financiamento privado no atendimento às necessidades básicas, como habitação, consumo, educação, saúde e previdência. Para Lapavitsas, esta era tem se caracterizado por um crescimento instável e baixo, salários reais estagnados e bolhas financeiras frequentes, resultantes dos desequilíbrios, tensões e aspectos exploradores do capitalismo financeirizado. Portanto, para o autor, a necessidade de uma organização econômica alternativa que seja livre de crises e ao mesmo tempo atenda aos interesses dos trabalhadores é evidente (LAPAVITSAS, 2009. p. 146).

I.2 FINANCEIRIZAÇÃO E A PREDOMINÂNCIA DO CAPITAL PORTADOR DE JUROS SEGUNDO BEN FINE

Ben Fine se baseia na teoria do capital portador de juros de Karl Marx, exposta no livro III de “O Capital” para produzir sua definição de financeirização. Neste livro, Marx distingue o uso e o empréstimo de dinheiro enquanto crédito, do uso e o empréstimo de dinheiro enquanto capital. Enquanto o primeiro é usado para comprar algum bem ou serviço, ou para realizar um pagamento, o segundo é usado para gerar mais dinheiro. Assim, Marx

denomina o dinheiro com esse uso como “capital portador de juros” – que nada mais é do que um capital monetário que é adiantado/emprestado, na expectativa de um retorno, o qual seu pagamento depende da expansão bem-sucedida da produção ou da atividade lucrativa em que os juros podem ser pagos. Portanto, depende da acumulação de capital industrial. Apesar das duas formas de empréstimo exigirem juros a serem pagos pelo mutuário ao credor, o crédito só envolve uma redistribuição de riqueza monetária, enquanto o capital portador de juros necessita da expansão da riqueza – ou seja, de produção e realização de mais-valia (FINE, 2013, p. 49).

Nesse sentido, Fine argumenta que embora a indústria – produzindo mais-valia – e o capital portador de juros – financiando-a para isso – sejam mutuamente interdependentes, há entre os dois um conflito de interesse. Isso se dá especificamente na divisão da mais-valia entre o lucro da empresa e os juros, em que um só pode ganhar à custa do outro (FINE, 2007, p. 6).

Dentro do setor industrial, a competição se dá através da acumulação, de ganhos de escala e ainda do acesso ao capital portador de juros para financiamento. Nesse sentido, o capital portador de juros desempenha um papel fundamental na competição entre os outros capitais, tanto para facilitar a entrada e saída nos setores quanto dentro dos próprios setores. No entanto, quanto à competição no interior do setor financeiro, há uma “anomalia”, segundo Fine - pois, embora possa haver formação de novas instituições financeiras, isso será moderado pela relutância daquelas que operam no setor financeiro em oferecer capital para criar um rival (FINE, 2007, p. 6; FINE, 2013, p. 52-53).

Mais do que isso, a competição dentro do setor financeiro depende do acúmulo de capital monetário e do empréstimo desse capital aos capitalistas industriais. Portanto, a competitividade de instituições ou blocos financeiros, ou até mesmo de sistemas financeiros nacionais, dependem das condições sob as quais os empréstimos podem ser feitos. Maiores restrições em relação aos empréstimos diminuem a vulnerabilidade a crises e a capacidade de financiar com rentabilidade. Fine aponta que esse fato é de conhecimento geral na literatura, mas seu significado dentro da abordagem de Marx ganha outra dimensão. Isso porque, no caso do capital portador de juros, um empréstimo é feito com o objetivo de iniciar um circuito de capital industrial, para o qual a produção e a realização da mais-valia não são garantidas. A divisão dessa mais-valia entre juros e os lucros da empresa depende da conclusão bem-sucedida do circuito, sem o qual um deles ou ambos sofrem, como reflexo do conflito de interesses entre as duas frações do capital (FINE, 2007, p. 6).

Na visão de Fine, essa relação entre o capital portador de juros e os demais capitais é análoga à relação entre capital e trabalho, pois como condição prévia a acumulação de capital, o capital portador de juros se apropria da mais-valia a custa dos demais – extraindo sua parcela produzida na forma de juros (que pode incluir taxas, comissões, etc.) antes de o restante ser distribuído para os demais capitais em forma de lucro. Esse aspecto é uma consequência da atuação dele enquanto agente de uma competição na qual não está sujeito (FINE, 2013, p. 53-54).

Nesse sentido, Marx argumenta que o capital portador de juros dá necessariamente origem ao que ele denomina “capital fictício”. Se há uma obrigação de reembolsar, especialmente os juros, a dívida pode ganhar vida em um mercado próprio. Para o dono original do dinheiro, permanece algum tipo de reconhecimento de dívida, seja na forma de juros ou pagamento de dividendos, por exemplo. Conseqüentemente, este documento que reivindica o valor do empréstimo (e dos pagamentos de juros devidos) pode ser comprado e vendido a um valor monetário que pode ou não corresponder ao valor potencial da aplicação de dinheiro enquanto capital por quem tomou o empréstimo (FINE, 2013, p. 49-50).

Essa circulação independente do capital portador de juros, em sua forma papel, é chamada de “capital fictício” - não porque este não exista ou porque tenha sido inventado, mas sim porque é uma reivindicação de papel à propriedade de capital que existe independente do próprio capital em termos materiais. O sistema financeiro funciona com base em reivindicações de papel sobre retornos que ainda não foram realizados. E, esse capital fictício é, ele próprio, negociado nos mercados financeiros (FINE, 2007, p. 6).

Diante disso, Marx reflete sobre quando uma acumulação de capital fictício se torna uma acumulação real de capital, no sentido de corresponder a um aumento dos ativos produtivos que proverão os retornos que foram antecipados. Obviamente, se o capital portador de juros irá gerar acumulação real ou fracassar depende do funcionamento da economia como um todo. Uma tentativa genuína de lucrar a partir de um empréstimo para a indústria pode falhar. E empréstimos feitos para fins não comerciais, para financiar o consumo, por exemplo, podem permitir que uma empresa industrial colha seus próprios retornos financeiros e os de outros a partir da realização de mercadorias produzidas – isto é, criando mercados e realizando os circuitos industriais (FINE, 2007, p. 6).

Portanto, a expansão de dinheiro enquanto crédito pode permitir a realização bem-sucedida de capital fictício como acumulação real, e vice-versa, a expansão do capital fictício pode levar a nenhuma acumulação real, mas apenas a expansão do crédito. De forma mais

geral, como enfatizado pelo próprio Marx, o sistema financeiro pode ser extraordinariamente poderoso na mobilização e alocação de financiamento para fins de investimento real. Mas, da mesma forma, pode desencadear e amplificar crises monumentais (FINE, 2007, p. 6; FINE, 2013, p. 50).

Fine argumenta que isso tem que ser situado no contexto da teoria de acumulação e reprodução de Marx. O valor das mercadorias é reduzido se a acumulação gerar aumento de produtividade, o que significa que os capitais estão sendo desvalorizados mesmo que sejam expandidos através da acumulação. Portanto, a desvalorização é consequência da produção de mais-valia. Porém, no caso em que a produção de mais-valia falha, a acumulação de capital fictício e de capital real divergem entre si, e o capital se torna depreciado. A desvalorização generalizada do capital é sinônimo de um período de acumulação bem-sucedida; já a depreciação generalizada é resultado de crises financeiras (FINE, 2007, p. 6-7).

Logo, segue-se que as dinâmicas de acumulação do capital fictício e do capital real têm potencial de divergir uma da outra – o que abre margem para a possibilidade de *booms* especulativos, em que os preços dos ativos aumentam desproporcionalmente, e a qualquer momento podem desabar. A abordagem de Marx sobre isso, na qual Fine se baseia, vincula essas crises especulativas à produção e apropriação da mais-valia, em que o papel do capital portador de juros é essencial, por permitir a acumulação e o aumento da produtividade em maior escala. Mas ao mesmo tempo é potencialmente desestabilizador, à medida que e quando a acumulação de capital fictício ultrapassa o capital real e, em última análise, falha em realizar a si própria e as suas “cadeias de obrigações” (FINE, 2013, p. 50-51).

Deve-se enfatizar que esta é uma análise altamente abstrata no sentido em que trata exclusivamente nas relações puras entre finanças e indústria exclusivamente com o propósito de iniciar circuitos do capital industrial. Marx era ciente de que, na prática, os empréstimos são realizados em diferentes formas, incluindo um sistema de crédito com o pagamento de juros sem envolvimento da produção. Por esse motivo, ele oferece o termo “capital monetário emprestável” (*loanable money capital*), para representar o conjunto de relações de crédito no qual o capital portador de juros está vinculado e embutido (FINE, 2007, p. 7).

Porém, como isso se relaciona com a definição de financeirização? Segundo Fine, as atividades reais vinculadas ao capital portador de juros estão longe de ser fixas. Um exemplo disso são as hipotecas. Tomar emprestado ou emprestar dinheiro para comprar uma casa não depende do uso dessa casa para gerar um excedente por meio do envolvimento na produção ou troca capitalista (embora os proprietários possam aspirar a acumular ganhos de capital).

Portanto, a hipoteca em si não é parte do capital portador de juros - mas se torna parte quando uma carteira de hipotecas é agrupada em um ativo e vendida, possivelmente combinada com outros conjuntos de ativos e vendida novamente, e assim por diante. Nesse caso, aqueles que compram o capital fictício estão adiantando o capital monetário na expectativa de um excedente, embora as origens desse excedente não residam em tal troca. Logo, de acordo com o autor, qualquer fluxo de receita potencial pode ser (ficticiamente) capitalizado como um ativo, mas também pode servir como base para o capital portador de juros. Desta forma, este pode ser expandido não apenas de forma intensiva, em *booms* especulativos, como também de forma extensiva, anexando-se a novas atividades (FINE, 2013, p. 55).

Portanto, Fine define financeirização como a acumulação e expansão intensiva e extensiva do capital portador de juros, que gera transformações qualitativas e quantitativas na reprodução econômica e social. Por intensivo, entende-se que um crescimento desproporcional dentro dos processos de acumulação de capital para os fins de produção e troca – como visto em *booms* especulativos. Já por extensivo, significa a expansão do capital portador de juros para setores nos quais era ausente, especialmente aqueles relacionados à reprodução social e/ou que antes eram providos pelo Estado. Por isso, tais desenvolvimentos estão no cerne do neoliberalismo (FINE, 2013, p. 55; BAYLISS; FINE; ROBERTSON, 2017).

Para Fine, o neoliberalismo é a fase atual do modo de produção capitalista, que teve início no colapso do *boom* econômico posterior à Segunda Guerra Mundial, expresso através do fim das políticas keynesianas, na década de 1970. A financeirização seria o pilar desse novo estágio neoliberal, em que o capital portador de juros tem penetrado intensivamente e extensivamente em cada vez mais áreas de reprodução social e econômica. Nesse novo estágio, o Estado passou a promover os interesses e a internacionalização do capital e das finanças; um exemplo desse movimento seria a própria financeirização do financiamento estatal. Outros exemplos seriam o movimento de desregulação das finanças, que facilitou o acesso do capital portador de juros às atividades nas quais anteriormente era excluído; e os massivos resgates promovidos pelo Estado às finanças após a crise, seguidos de políticas de austeridade – indicando a contradição na própria ideologia neoliberal de buscar mercados livres sem interferência estatal (FINE, 2013, p. 57-58).

Fine critica certas visões na literatura sobre o tema, pontuando que o conceito de financeirização é mais complexo do que o simples reconhecimento da expansão dos mercados financeiros e a incorporação de novos agentes (como empresas não financeiras, famílias e o

Estado) no escopo do setor financeiro. O autor também afirma que o fenômeno não se resume a uma forma de exploração de rendas salariais, em uma clara referência a teoria de Costas Lapavistas. Em sua visão, a financeirização consiste em uma forma moderna de incorporar uma variedade de relações de crédito na órbita do capital fictício. Com isso, as formas intensivas e extensivas de financeirização são distribuídas de forma desigual entre os países – já que a redistribuição mundial do componente da mais-valia referente aos juros beneficia mais países como Estados Unidos e Reino Unido, devido a maior quantidade de instituições financeiras e ao papel das moedas de reserva (FINE, 2013, p. 56).

Porém, apesar de afirmar que a financeirização é um fenômeno que depende das características econômicas de cada país, o autor afirma que certas consequências gerais podem ser identificadas, tais como: (i) a redução nos níveis e na eficácia dos investimentos produtivos, à medida que as atividades e instrumentos financeiros se expandem às suas custas – ainda que investimentos excessivos ocorram em setores específicos em certos momentos; (ii) a priorização da geração de valor para o acionista sobre outros valores econômicos e sociais, incluindo a busca da produtividade e do crescimento dentro da empresa, a menos que esteja em conformidade com esse fim; (iii) a subordinação das políticas econômicas e sociais à financeirização no sentido do conservadorismo e da comercialização em todos os aspectos; e (iv) a maior quantidade de aspectos da vida econômica e social em risco de volatilidade, devido à instabilidade financeira (BAYLISS; FINE; ROBERTSON, 2017).

O autor enuncia que a financeirização, embutida no neoliberalismo, afetou a reestruturação do capital e do próprio capitalismo, criando condições favoráveis para seu sustento nos últimos trinta anos, tais como: uma vasta gama de novas tecnologias; o triunfo ideológico do capitalismo de (livre) mercado; a adoção de políticas neoliberais; a contenção de salários econômicos e sociais; o declínio dos movimentos liberais (devido à descolonização); a vitória da Guerra Fria e a entrada da China no sistema capitalista global; o enfraquecimento dos movimentos sindicais; e os aumentos nos níveis e a flexibilidade da oferta de trabalho (FINE, 2013, p. 58).

No entanto, apesar das condições favoráveis, em 2007-2009, o sistema capitalista passou pela pior crise e recessão em quase cem anos, que tinha sido precedida por um crescimento relativamente lento em comparação com o do pós-guerra. Para o teórico, a razão para isso se deve a como a financeirização tem regido a reestruturação econômica e social, reduzindo os níveis e a eficácia do investimento (exceto o fictício), bem como minando as condições sociais mais amplas em que tal acumulação ocorreu. Portanto, para Fine, enquanto

a financeirização permanecer hegemônica, o mesmo ocorrerá com o neoliberalismo, ambos fundados nessas condições favoráveis e dependentes destas para impedir o surgimento de alternativas ideológicas, intelectuais e políticas, como é evidenciado por (e apesar) da incapacidade do neoliberalismo de enfrentar sua própria crise (FINE, 2013, p. 58-59).

I.3 FINANCEIRIZAÇÃO COMO UM PADRÃO SISTÊMICO DE RIQUEZA SEGUNDO JOSÉ CARLOS BRAGA

De acordo com Braga (1985, 1992, 1993, 1997, 2000, 2013 *apud* Braga *et al.*, 2017, p. 830), a financeirização consiste em um padrão sistêmico de riqueza, que se distingue de outras fases do capitalismo pela crescente participação dos ativos financeiros na riqueza contemporânea. Mais especificamente, a financeirização estabelece novas formas de definir, gerir e realizar a riqueza, o que afeta as decisões de gasto dos principais agentes econômicos, impacta as políticas econômicas e os altos e baixos dos ciclos econômicos, além de gerar crises.

Para Braga, esse padrão de riqueza é sistêmico, pois passou a envolver todos os atores econômicos relevantes – não somente instituições financeiras, como também famílias, empresas do setor produtivo, etc. Estes passaram a ser orientados por uma lógica de um cálculo financeiro geral, o qual inclui operações com ativos financeiros e não financeiros. Dessa forma, Braga entende a financeirização como integrante de um novo estágio do capitalismo; se opondo à noção de que se configuraria apenas como uma dominação das instituições do setor financeiro sobre os demais setores da economia – a qual pudesse ser solucionada através de uma reforma financeira (PRATES *et al.*, 2017, p. 3). Nas palavras do autor:

Trata-se de um padrão sistêmico porque a financeirização está constituída por componentes fundamentais da organização capitalista, entrelaçados de maneira a estabelecer uma dinâmica estrutural segundo princípios de uma lógica financeira geral. Neste sentido, ela não decorre apenas da práxis de segmentos ou setores - o capital bancário, os rentistas tradicionais - mas, ao contrário, tem marcado as estratégias de todos os agentes privados relevantes, condicionado a operação das finanças e dispêndios públicos, modificado a dinâmica macroeconômica. Enfim, tem sido intrínseca ao sistema tal como ele está atualmente configurado (BRAGA, 1997, p. 196 *apud* PRATES *et al.*, 2017, p. 3).

Para Braga, a financeirização é um padrão de riqueza que se concentra em ganhos na esfera financeira – seja o pagamento de juros ou a valorização do preço dos ativos. Por isso,

não deve ser entendida como uma anomalia da lógica do sistema capitalista, mas sim como um aspecto estrutural desse sistema, e resultado do movimento geral do capital em direção ao seu próprio conceito, isto é, valor em processo de incessante valorização. Dado este contexto, se considerarmos que a compensação de juros é inerente ao capitalismo, e que é potencializada pela financeirização, sua erradicação significaria o fim do próprio sistema. Em outras palavras, a “eutanasia do rentista”² proposta por Keynes, significaria a eutanásia do próprio capital (BRAGA *et al.*, 2017, p. 835-836; BRAGA 1997 *apud* PRATES *et al.*, 2017, p. 3).

Ao afirmar que uma economia financeirizada estabelece uma nova definição de riqueza, para Braga, significa que uma parcela crescente dos ativos totais da economia corresponde a ativos financeiros (ações, títulos públicos e privados, contratos de derivativos, etc.), negociados em diferentes mercados, cada vez mais complexos e inovadores. Ou seja, uma fração crescente dos ativos financeiros tornou-se capital fictício, seguindo o conceito de Karl Marx, no volume III de “O Capital”. Assim, a riqueza tem se tornado cada vez mais abstrata, puramente financeira, na interação entre moedas, crédito e ativos imobiliários (BRAGA *et al.*, 2017, p. 831).

A financeirização também define uma nova forma de gestão da riqueza, uma vez que, por se apresentar mais como um capital fictício, passa a ser administrada em mercados financeiros cada vez mais liberalizados e desregulamentados. Neste contexto, as decisões cruciais sobre a gestão da riqueza baseiam-se nas relações entre os principais bancos centrais, tesouros nacionais, investidores institucionais, grandes bancos e empresas não financeiras (BRAGA *et al.*, 2017, p. 831).

Além disso, também consolida uma nova forma de realizar a riqueza, já que a forma de circulação é cada vez mais definida pelo circuito D-D’, ou seja, o dinheiro é adiantado para se obter mais dinheiro. Diante disso, Braga aponta que não se pode concluir que a valorização do capital através da produção de mercadorias é menos relevante, ou que há um “desacoplamento” da riqueza financeira em relação a ativos não financeiros. Este processo simplesmente sugere que o peso dos ganhos não operacionais em comparação com os ganhos operacionais de várias unidades econômicas tornou-se tão importante, que passou a co-

² O rentista, segundo o economista John Keynes, é uma entidade econômica parasita, que extrai lucros devido à escassez de capital e pode, assim, diminuir o investimento e a lucratividade. Para Keynes, o capitalismo bem-sucedido requer a “eutanasia do rentista” efetuada por meio da adoção de taxas de juros baixas (LAPAVITSAS, 2011, p. 611).

determinar as decisões de gastos e empréstimos dos agentes econômicos (BRAGA *et al.*, 2017, p. 831).

De um ponto de vista histórico, segundo Braga *et al.* (2017, p. 831), esse padrão sistêmico de riqueza derivou-se do colapso do sistema de Bretton Woods, que, simultaneamente, estimulou e resultou de uma série de mudanças nos sistemas monetário e financeiro. Dentre essas mudanças, pode-se citar a consolidação de um padrão dólar-flexível; a ascensão e o destaque de investidores institucionais na gestão da riqueza financeira (“coletivização” da poupança individual); a transformação de grandes bancos em verdadeiros “supermercados financeiros”; o desenvolvimento do processo de securitização (“financiamento direto” e conversão de ativos não negociáveis em ativos negociáveis); a criação e desenvolvimento de diversos derivativos financeiros; o crescimento excepcional dos mercados financeiros (títulos e valores mobiliários); e a consolidação e expansão da desregulamentação financeira e da liberalização econômica.

Assim, o fim do sistema de Bretton Woods teria gerado não apenas uma mudança das regras das relações econômicas internacionais, mas também uma mudança do próprio funcionamento do capitalismo. A riqueza - assumindo a forma de ativos financeiros, e cada vez menos limitada às restrições políticas e institucionais do pós-guerra - estimulou a competição intercapitalista, acelerou a concentração e centralização do capital e criou novas oportunidades para a transformação de dinheiro em mais dinheiro. Dessa forma, o capital fictício passou a estabelecer os parâmetros da operação do capital como um todo. O desenvolvimento do capital fictício foi fomentado pelo conjunto de inovações financeiras criadas e pelo fortalecimento do processo de liberalização dos fluxos internacionais de capital, vinculado à desregulamentação dos mercados ao redor do mundo (BRAGA *et al.*, 2017, p. 833-834).

De acordo com Braga, o aspecto mais relevante da financeirização é o predomínio da lógica financeira no processo de tomada de decisão dos principais agentes econômicos do sistema capitalista (BRAGA, 1993, 1997 *apud* BRAGA *et al.*, 2017, p. 835). As operações financeiras passaram a ser realizadas não apenas por instituições financeiras, mas também por famílias e empresas do setor produtivo, afetando suas decisões de tomada de empréstimos, de gastos e de alocação de riqueza entre diferentes classes de ativos, com diferentes graus de liquidez e retornos esperados.

No que diz respeito às famílias, muitas passaram a adquirir - por meio de fundos de pensão, fundos de investimento e seguradoras - maiores quantidades de ativos financeiros,

que se tornaram uma parcela crescente de seus patrimônios líquidos, antes tradicionalmente restritos a imóveis e bens duráveis. Já no caso das empresas, esse fenômeno levou à criação de grandes departamentos internos, que visam uma gestão financeira altamente complexa, para mudar rapidamente as estratégias de arrecadação de fundos e alocação de recursos (BRAGA, 1997 *apud* BRAGA *et al.*, 2017, p. 836).

Nesse sentido, grandes corporações, inclusive “não financeiras”, se tornaram empresas: (i) multinacionais, já que estão localizadas em diversos países; (ii) multifuncionais, por operarem em diferentes ramos de atividades; e (iii) multi-setoriais, por realizarem diferentes atividades dentro de cada ramo. Seus lucros passaram a incluir não apenas os chamados “ganhos operacionais” – isto é, as receitas advindas da produção e da venda de bens e serviços – como também os “ganhos não operacionais” – oriundos de operações com ativos financeiros (BRAGA, 2000 *apud* BRAGA *et al.*, 2017, p. 836-837). Logo, no capitalismo contemporâneo, não há motivo para a separação conceitual entre empresas produtivas e improdutivas, ou mesmo entre capitalistas produtivos e financeiros, uma vez que a financeirização - como um padrão sistêmico de riqueza – significa a consolidação de diferentes formas de capital sob o domínio financeiro (BRAGA *et al.*, 2017, p. 836-837).

Braga *et al.* (2017, p. 835) se baseiam na definição de “capital financeiro” de Hilferding (1910) – como a união de formas parciais de capital – para descrever o capitalismo contemporâneo. Em um ambiente de aumento da competição intercapitalista mundial, capitais concentrados e centralizados atuam simultaneamente na esfera de produção e circulação de bens e serviços, bem como na esfera financeira, através da compra e venda de ativos financeiros. Portanto, segundo essa visão, é a operação conjunta de acumulação produtiva, comercial e financeira que distingue esse sistema e determina sua dinâmica atual.

Nesse novo padrão sistêmico de riqueza, a principal competição não se dá entre empresas do mesmo país, mesma filial ou da mesma atividade, e sim entre grandes grupos empresariais que atuam em diferentes países, ramos e atividades. Essas empresas interagem com famílias, bancos e outras instituições financeiras, assim como com bancos centrais e tesouros nacionais, na chamada macroestrutura, determinando assim a dinâmica do capitalismo contemporâneo. A macroestrutura, conforme apresentada por Braga *et al.*, refere-se ao espaço em que operações financeiras e monetárias são realizadas pelos principais agentes econômicos e em que os parâmetros que ditam as decisões de gastos e empréstimos são definidos (BRAGA *et al.*, 2017, p. 837).

É importante ressaltar dois aspectos essenciais na perspectiva de Braga. Primeiramente, o autor se opõe a outras teorias na literatura sobre financeirização, que afirmam que esta resulta do processo de deterioração das condições de produção e circulação de bens e serviços no capitalismo – tais como subconsumo, poucas oportunidades de investimento ou enfraquecimento do progresso técnico. Para essas teorias, a crescente lucratividade do setor financeiro seria uma alternativa à queda de oportunidades de lucro no setor produtivo para os detentores de riqueza (BRAGA *et al.*, 2017, p. 840).

Em contraste, Braga defende que o domínio financeiro não deve ser considerado um “desvio” em relação ao “verdadeiro” sistema capitalista – baseado na produção e circulação de bens e serviços. Em sua visão, deve-se evitar uma visão dualista sobre a existência de um “capital bom” – ligado à produção e ao comércio de bens e serviços - e “capital mal”, baseado em finanças. Na verdade, o capital está sempre buscando novas maneiras de aumentar seu próprio valor, e, portanto, as operações da esfera financeira seriam tão legítimas quanto às das esferas industrial e comercial. Além disso, faz parte do imanente desenvolvimento do capital como valor que se valoriza que este assuma formas cada vez mais líquidas, ao mesmo tempo em que amplia o espaço de concentração e centralização, a fim de fortalecer o controle sobre todas as esferas da reprodução material (BRAGA *et al.*, 2017, p. 840).

Seguindo essa linha, o crescimento em operações com ativos financeiros, realizadas por todos os agentes relevantes do sistema (incluindo famílias e empresas “não financeiras”), também não teria bloqueado a expansão do investimento, do consumo, da produção de bens e serviços e/ou do progresso técnico. Ou seja, em oposição a diversos teóricos, Braga aponta que a financeirização não gera uma tendência inexorável de estagnação econômica, mas desempenha o papel de reforçar a instabilidade inerente ao capitalismo, exacerbando os períodos de grande expansão e de contração, como também a frequência de crises (BRAGA *et al.*, 2017, p. 841).

Isso porque, com a generalização e a dominância da lógica financeira, as decisões de endividamento e de gasto das empresas e das famílias tornaram-se mais sensíveis às mudanças dos preços dos ativos financeiros – o chamado “efeito riqueza” – e por consequência, também mais sensíveis às oscilações correntes e esperadas nos estoques de riqueza. Em outras palavras, a depreciação dos ativos reduz a riqueza desses agentes, gerando menos empréstimos e despesas, com efeitos negativos sobre a demanda efetiva e vice-versa. Isso significa que, ao afetar as decisões de despesas, a generalização da lógica financeira influencia também a dinâmica de produção, renda e emprego, regulando as condições

concretas de vida no capitalismo contemporâneo e assim, aumentando a instabilidade do sistema capitalista (BRAGA *et al.*, 2017, p. 837).

Este processo é potencializado pelas atividades de bancos e investidores institucionais. Em relação aos bancos, principalmente porque aumentam a possibilidade de expansão da riqueza como capital fictício, fornecendo crédito para operações financeiras. No caso dos investidores institucionais, visto que lidam com uma significativa quantidade de riqueza financeira, suas operações alteram os preços dos ativos financeiros e influenciam o ciclo de negócios (GUTTMANN, 1998 *apud* BRAGA *et al.*, 2017, p. 838). Além disso, outro fator potencializador é a grande interdependência das carteiras de famílias, empresas não financeiras, bancos e outras instituições financeiras em vários países.

Como consequência, a consolidação da financeirização como um padrão sistêmico de riqueza implicou em mudanças importantes na relação entre o Estado e o mercado. Nessa situação, o Estado assume um papel central, garantindo o processo de acumulação de riqueza. Os bancos centrais passam a atuar não somente como credores de última instância, mas também como formadores de mercado de última instância. Já os tesouros nacionais, além de constituírem o elo para os bancos centrais socorrerem as instituições financeiras durante as crises, são fundamentais para evitar depressões, reduzir impostos e aumentar despesas, a fim de incentivar os gastos do setor privado ou, pelo menos, compensar sua retração. No entanto, o impacto fiscal negativo causado pelas crises e, às vezes, por meio de operações anticíclicas, leva o mercado a pressionar o Estado para equilibrar o orçamento fiscal, assim, “socializando as perdas” (BRAGA *et al.*, 2017, p. 838).

Resumindo, para Braga *et al.* (2017, p. 850), a financeirização é o padrão sistêmico de riqueza no capitalismo, em vigor desde o colapso do acordo de Bretton Woods. É um padrão em que a valorização de ativos financeiros envolve não apenas as operações realizadas por instituições financeiras, mas também por famílias e empresas produtivas, afetando suas decisões sobre empréstimos, gastos e alocação de riqueza entre diferentes classes de ativos, com diferentes graus de liquidez e retorno esperado. A financeirização é o resultado da exacerbação da lógica do capital financeiro, considerado como a união das diferentes formas em que o capital se manifesta, como proposto por Hilferding. Em outras palavras, dinheiro que simultaneamente gera mais dinheiro nas esferas produtiva, comercial e financeira.

I.4 FINANCEIRIZAÇÃO, EM SUMA

Diante da exposição dessas teorias, é possível destacar certos pontos de concordância entre Lapavitsas, Fine e Braga. Pode-se afirmar que os três autores consideram o fenômeno da financeirização como pilar de uma nova fase do capitalismo, o neoliberalismo, iniciado com o fim do sistema de Bretton Woods e a consolidação do sistema padrão-dólar flexível na década de 1970. Essa fase se caracteriza pela liberalização financeira e dos mercados domésticos, além da estagnação dos salários reais, privatizações, enfraquecimento dos movimentos sindicais, etc. Nesse sentido, os autores destacam que a financeirização é um fenômeno estrutural e sistêmico do sistema capitalista, e não um “desvio” do funcionamento deste.

Com base em Fine e Braga, a financeirização pode ser definida como a acumulação e expansão intensiva e extensiva do capital portador de juros - capital monetário que é adiantado/emprestado para a produção na expectativa de um retorno - que gera transformações qualitativas e quantitativas na reprodução econômica e social. Por um lado, isso quer dizer que uma parcela crescente dos ativos totais da economia tornou-se capital fictício, na forma de ações, títulos públicos e privados, contratos de derivativos, etc. Por outro lado, significa que houve uma expansão do capital portador de juros para setores nos quais era ausente, especialmente nos que anteriormente eram providos pelo Estado. Isso foi possível devido à mudança do papel do Estado, que passou a promover os interesses e a internacionalização do capital e das finanças – através de medidas de liberalização financeira e de recuo na provisão de bens e serviços públicos, além da atuação como credor de última instância para instituições financeiras em momentos de crise (FINE, 2013, p. 55; BAYLISS; FINE; ROBERTSON, 2017; BRAGA *et al.*, 2017, p. 831).

Lapavitsas destaca que o fenômeno da financeirização está ligado a mudanças na conduta de bancos, famílias e empresas não financeiras. Em comparação, para Braga *et al.* (2017, p. 837), mais do que somente uma incorporação das famílias e de empresas não financeiras no setor financeiro, o processo de tomada de decisão desses agentes agora perpassa pela lógica financeira, afetando decisões de tomada de empréstimos, de gastos e de alocação de riqueza entre diferentes classes de ativos – e conseqüentemente, o nível de renda e emprego da economia.

Lapavitsas ressalta certas tendências do processo de financeirização, focando nos países desenvolvidos. Primeiramente, os capitais industriais e comerciais passaram a tomar empréstimos em mercados financeiros abertos, tornando-se fortemente implicados nas transações financeiras. Dessa forma, reduzindo a dependência de empréstimos bancários para

se financiar e tornando a distinção entre capital industrial e capital financeiro cada vez mais difusa (LAPAVITSAS, 2009. p. 146). Seguindo a definição de Braga, isso poderia indicar a consolidação de diferentes formas de capital sob o domínio financeiro.

Já as instituições financeiras começaram a buscar novas fontes de lucro, através da mediação de operações nos mercados abertos e da concessão de crédito para as famílias. Enquanto isso, os trabalhadores e as famílias passaram a se envolver no mercado financeiro, seja como detentoras de ativos financeiros (pensões, seguros, principalmente através de investidores institucionais), ou devedoras (hipotecas, consumo geral, educação, saúde). Nesse sentido, Lapavitsas aponta que o consumo ligado ao atendimento das necessidades básicas de trabalhadores se tornou cada vez mais privatizado e mediado pelo sistema financeiro – acarretando na canalização sistemática de parte da renda familiar/salarial para os mercados financeiros, fenômeno que o autor chama de “expropriação financeira”. Esse processo é consequência da estagnação (ou baixo crescimento) dos salários reais, desde a década de 1970, resultando em um aumento da desigualdade de renda, como também do recuo da provisão pública e estatal em uma gama de serviços (habitação, pensões, educação, saúde, transporte, entre outros) (LAPAVITSAS, 2011, p. 620; LAPAVITSAS, 2013, p. 800).

Bayliss, Fine e Robertson (2017) apontam que outra tendência geral do processo de financeirização é a redução nos níveis e na eficácia dos investimentos produtivos, à medida que as atividades e instrumentos financeiros se expandem às suas custas. Contudo, tanto Braga quanto Lapavitsas discordam dessa interpretação de que a estagnação da acumulação real levou ao *boom* das finanças. Ambos defendem que a distinção entre (“mau”) rentista e (“bom”) industrial tem estado longe de ser visível, já que os interesses corporativos e financeiros tendem a se conciliar, inclusive nas mesmas instituições – como no caso de grandes conglomerados financeiros e industriais (LAPAVITSAS, 2011, p. 618).

Apesar de salientarem todas essas tendências, os três autores pontuam que a manifestação do processo de financeirização varia entre os países, conforme as especificidades econômicas, históricas, institucionais e sociais existentes. Nesse sentido, Lapavitsas pontua que nos países em desenvolvimento o processo de financeirização assumiu caráter subordinado. Isso se caracterizou basicamente pela abertura dos mercados das economias domésticas para o capital internacional, gerando fluxos líquidos de capital negativos nesses países, conforme os países em desenvolvimento passam a acumular grandes reservas internacionais de dólares, financiando assim a economia estadunidense. Outro aspecto importante é à entrada de bancos estrangeiros nos países em desenvolvimento, o que

encorajou mudanças no sistema bancário voltadas para a abertura de mercados financeiros e da renda pessoal como fonte de lucros financeiros (LAPAVITSAS, 2013, p. 801-802).

Portanto, diante da ressalva de que o fenômeno da financeirização assume características diferentes segundo as especificidades sociais e econômicas de cada país, é com base nas tendências gerais elencadas nessa seção que o processo de expansão financeira chinesa será analisado, mais especificamente no capítulo III. Busca-se compreender em que grau a economia chinesa se encontra “financeirizada” – de acordo com essas tendências gerais - e quais são os mecanismos de freio à esse processo. Para isso, torna-se necessário detalhar as reformas ocorridas no setor financeiro do país nos últimos quarenta anos e como esse setor se encontra hoje – o que será feito no capítulo II. Nesse sentido, uma possível indicação da posição chinesa no contexto de financeirização mundial pode ser encontrada em Ashman, Fine e Newman (2011, p. 177):

And, whilst financialization is associated with slowdown in general over the period since the end of the postwar boom, there have been pockets of development for those who have sheltered themselves from the more dysfunctional forms of finance, used the state to promote (private) real accumulation, controlled wage increases relative to productivity increase, and found both domestic and international markets to serve. China is the most glaring example now (...).

II O SISTEMA FINANCEIRO CHINÊS

O objetivo desse capítulo é descrever o sistema financeiro chinês e sua evolução nos últimos quarenta anos, analisando temas como a configuração do setor bancário, o crescimento dos mercados de títulos e de ações, e a rápida expansão do setor bancário paralelo chinês, especialmente após a crise financeira internacional de 2008. Busca-se detalhar os instrumentos de expansão financeira existentes no país, e mostrar como se dá a dominância estatal no setor financeiro.

A primeira seção do capítulo consiste em uma revisão das reformas realizadas no setor financeiro chinês nos últimos quarenta anos. Já a segunda seção mostra o retrato atual do setor financeiro, detalhando o setor bancário, o mercado de títulos e de ações. A terceira seção trata do setor bancário paralelo (*shadow banking system*), sua definição, os motivos para seu rápido crescimento e a sua ligação com o setor bancário formal.

II.1 EVOLUÇÃO DAS REFORMAS DO SISTEMA FINANCEIRO CHINÊS (1979-2020)

Após a Revolução Chinesa, ocorrida em 1949, os 19 bancos privados que existiam no país foram estatizados, e criou-se o People's Bank of China (PBOC), um banco de propriedade estatal e controlado pelo Ministério das Finanças (MOF). De 1950 a 1978, o PBOC era a única instituição atuante no sistema, desempenhando simultaneamente as funções de banco central e banco comercial (ALLEN *et al.*, 2012, p. 5).

Somente a partir de 1978, sob o contexto das reformas econômicas do governo de Deng Xiaoping, teve início uma profunda transformação do sistema bancário chinês. A primeira medida se deu em 1979, com a criação de três grandes bancos comerciais públicos: Bank of China (BOC), China People's Construction Bank (CPCB)³ e Agricultural Bank of China (ABC). O BOC lidava com transações de comércio exterior e de câmbio; O CPCB financiava atividades de construção e investimentos; e o ABC tratava de atividades em áreas rurais (ALLEN *et al.*, 2012, p. 5).

³ Em 1996, o CPCB mudou seu nome para China Construction Bank (CCB).

Em 1984, um quarto banco comercial estatal foi fundado - o Industrial and Commercial Bank of China (ICBC), se especializando em transações econômicas internacionais. A partir da criação do ICBC (1984), o PBOC foi estabelecido como o Banco Central da China (ALLEN *et al.*, 2012, p. 5). Esses quatro bancos comerciais públicos (também chamados de “quatro grandes” ou *big four*) estavam submetidos à direção do Conselho de Estado chinês⁴, e, de acordo com Cintra (2007, p. 133), concediam empréstimos conforme as metas de desenvolvimento estabelecidas pelo governo central ou pelos governos locais.

Outra medida importante em 1979 foi a criação de um sistema dual de câmbio, que consistia em uma taxa de câmbio oficial (administrada por meio de uma taxa flutuante) e outra secundária, mais desvalorizada que a primeira, visando estimular as exportações. Esse sistema dual operou por quinze anos na China (HUANG *et al.*, 2013, p. 62-63; CINTRA, FILHO, 2015, p. 431).

Já na década de 1980, houve uma ampliação das atividades dos *big four*, que passaram a conceder empréstimos fora de seus segmentos de mercado. Surgiram também novas instituições no mercado financeiro, como cooperativas de crédito rurais e urbanas - que forneciam serviços bancários e operações de financiamento a pequenos produtores agrícolas ou pequenas empresas urbanas, respectivamente; e cooperativas fiduciárias e de investimento (TICs) - instituições que levantam fundos de fontes estrangeiras para investir e financiar empresas de outros países. As TICs se proliferaram especialmente na segunda metade da década, passando a receber depósitos fiduciários de governos e de grandes empresas, além de atuar na subscrição e negociação de títulos (ALLEN *et al.*, 2012, p. 6; MENDONÇA, 2015, p. 343-345).

Ao mesmo tempo, iniciou-se um processo controlado e lento de abertura do sistema financeiro, a partir do estabelecimento de bancos de capital misto e bancos estrangeiros em zonas específicas. Em 1987, foram criados o primeiro banco comercial de capital misto – Bank of Communications (BoCom) – e o primeiro banco de propriedade de um grupo empresarial - Citic Industrial Bank⁵. Também surgiram bancos regionais, com propriedade parcial de governos provinciais, nas Zonas Econômicas Especiais. No entanto, apesar desse movimento de “liberalização”, os quatro grandes continuaram a dominar o sistema (MENDONÇA, 2015, p. 345-346).

⁴ O Conselho de Estado é a principal autoridade administrativa e executiva da República Popular da China.

⁵ Em 2005, o banco passou a se chamar China CITIC Bank.

Essa expansão do sistema financeiro ao longo da década suscitou um rápido aumento do crédito, acarretando em sérios problemas inflacionários. Por isso, entre o final dos anos 1980 e início dos anos 1990, as reformas foram deixadas em segundo plano, e o foco das políticas passou a ser o combate à inflação. Foram impostas restrições na determinação das taxas de juros e na atuação dos quatro grandes bancos, que voltaram a concentrar empréstimos em suas áreas de especialização. As TICs foram entendidas como focos inflacionários, por permitirem que os *big four* burlassem suas cotas de crédito. Com isso, a maior parte delas foi extinta ou incorporada a bancos especializados, enquanto as restantes passaram a ser mais reguladas pelo PBOC (MENDONÇA, 2015, p. 346).

Após esse curto intervalo, as reformas retornaram. A estrutura bancária chinesa se expandiu, a partir da criação de três bancos de desenvolvimento (*policy banks*), em 1994: Agricultural Development Bank of China (ADBC), Export Import Bank of China (Chexim) e China Development Bank (CDB). O ADBC foi criado para o pagamento de compras estatais de produtos agrícolas e projetos de reforma agrícola. O Chexim, por sua vez, teria como função o fornecimento de crédito de longo prazo para a importação e exportação de bens de capital (substituindo o PBOC nessa atividade). Já o CDB atuaria no financiamento de infraestrutura e de indústrias consideradas estratégicas (CINTRA, 2007, p. 133; DEOS, 2015, p. 402).

Era esperado que esses bancos de desenvolvimento possibilitassem a redução dos encargos dos *big four* – especialmente na concessão de empréstimos para estímulos de segmentos ou regiões – o que em tese, permitiria a transformação dos quatro grandes bancos em bancos comerciais regulares (CINTRA, 2007, p. 133; MENDONÇA, 2015, p. 347-348). Na visão de Pistor (2009, p. 4), essa medida até os incentivou a explorarem novos segmentos de mercado, inclusive de crédito e de empréstimos a setores não estatais. No entanto, os quatro grandes bancos continuaram fortemente atrelados às empresas estatais (*state-owned enterprises* – SOEs), acarretando problemas de inadimplência no final da década.

Outras mudanças importantes para o sistema financeiro chinês no período foram o surgimento e expansão do mercado de ações e a mudança na política cambial. Em 1990, foram criadas duas bolsas de valores domésticas, em Xangai e Shenzhen; enquanto em 1994, foram aprovadas a unificação das taxas de câmbio (com significativa desvalorização do

renminbi⁶) e a criação de um mercado interbancário de divisas em Xangai. O câmbio se estabeleceu em RMB 8,7 por dólar, adotando-se uma flutuação administrada. Essa medida foi significativa para a operação de empresas estrangeiras no país (HUANG *et al.*, 2013, p. 62-63; CINTRA, FILHO, 2015, p. 431; DEOS, 2015, p. 401).

No mesmo ano, foi regulamentado o estabelecimento de bancos estrangeiros na China:

[...] era necessário ter presença prévia no país (sob a forma de escritório de representação), ter um tamanho mínimo em termos de volume de ativos, bem como ser avaliado como uma instituição financeiramente saudável. A partir desse momento, o governo passou a permitir que bancos estrangeiros efetuassem operações em moeda estrangeira com pessoas físicas, com empresas estrangeiras e com empresas chinesas estabelecidas no exterior, dentro e fora da China. Contudo, ao final dos anos 1990, a participação desses bancos e dessas operações era ainda bastante pequena (DEOS, 2015, p. 403).

Na década de 1990, também se observou o surgimento de novos bancos comerciais, como os bancos comerciais das cidades (*city commercial banks*), que eram de propriedade exclusiva de governos provinciais e locais, para lidar com projetos de amplitude regional. Em 1997, o PBOC promoveu a fusão das cooperativas de crédito urbanas com estes recém-criados bancos, e entre 1998 e 2002, os 111 *city commercial banks* absorveram praticamente mais de 2 mil cooperativas. Esse processo ocasionou uma melhoria na administração dos riscos e na quantidade de empréstimos inadimplentes – que eram graves problemas das cooperativas urbanas. Contudo, esses bancos passaram a priorizar o financiamento de projetos maiores, em detrimento de pequenas e médias empresas (HUANG *et al.*, 2013, p. 44).

No entanto, todo o cenário de reformas foi gravemente afetado pela crise financeira na Ásia, em 1997. A taxa de câmbio nominal chinesa se valorizou cerca de 5% entre o início de 1994 e 1997, quando a crise estava em seu pior estado – ficando em RMB 8,3 por dólar. Para evitar um maior contágio da crise e ajudar a preservar a estabilidade econômica e financeira, o governo anunciou que o renminbi permaneceria fixo em RMB 8,28 por dólar, abandonando efetivamente a flutuação administrada (HUANG *et al.*, 2013, p. 63).

Naquele momento o grupo dos *big four* era crucial para a intermediação e a estabilidade financeira no país. Porém, a intervenção política do governo, somada à má gestão dos bancos – como, por exemplo, a concessão de empréstimos a empresas estatais em falência, segundo as diretrizes governamentais – transformaram os quatro grandes bancos em

⁶ Renminbi (RMB) é a moeda chinesa – moeda do povo –, cuja unidade básica é o iuane. CNY é o código monetário do renminbi negociado no mercado nacional. CNH é o código monetário do renminbi negociado em Hong Kong a partir de 2009 (CINTRA, FILHO, 2015, p. 431).

fontes potenciais de risco financeiro (HUANG *et al.*, 2013, p. 39-41). Ao final de 1997, os empréstimos de liquidação duvidosa (*non performing loans*, ou NPLs)⁷ no balanço dos *big four* contabilizavam RMB 1,19 trilhão (US\$ 147 bilhões) (MENDONÇA, 2015, p. 350).

Diante desse quadro, além de medidas de recapitalização dos bancos, o Conselho de Estado determinou a criação de quatro empresas de gestão de ativos (Asset Management Companies - AMCs), de propriedade do Ministério das Finanças (MOF), para gerenciar e descartar os créditos de liquidação duvidosa dos balanços dos quatro grandes bancos. Foram criadas: a China Cinda Asset Management Corporation (para o CCB), a China Huarong Asset Management Corporation (para o ICBC), a China Orient Asset Management Corporation (para o BOC) e a China Great Wall Asset Management Corporation (para o ABC). As AMCs compraram RMB 1,4 trilhão (cerca de US\$ 169 bilhões na época) de ativos de liquidação duvidosa dos quatro grandes em 1999 (HUANG *et al.*, 2013, p. 40).

Essas empresas utilizaram vários meios para tentar recuperar o valor dos NPLs. Uma das estratégias principais consistia em agrupar e empacotar os empréstimos em atraso por província, devedor ou indústria e depois vender os instrumentos resultantes para investidores domésticos e estrangeiros. Entre os investidores estrangeiros, havia grandes bancos norte-americanos, como Bank of America, BNY Mellon e Citigroup (MARTIN, 2012, p. 30).

Outra medida importante foi a extinção dos planos de crédito. Até 1997, a alocação de crédito era baseada em um sistema compulsório de cotas, em que o PBOC definia os limites mínimos de novos empréstimos anuais e determinava a destinação de recursos em áreas específicas, entendidas como prioritárias pelas autoridades. Como dito anteriormente, era comum que os bancos concedessem empréstimos para as SOEs, mesmo que geradoras de prejuízo. A partir de 1998, as cotas de crédito foram substituídas por metas indicativas, que deveriam ser referência para os bancos comerciais decidissem seus negócios. Esse sistema de metas indicativas foi chamado de *window guidance* (MENDONÇA, 2015, p. 352).

A adesão da China à Organização Mundial do Comércio (OMC), em 2001, fez com que o país concordasse em abrir gradualmente seus mercados em até cinco anos. Buscando

7 Um empréstimo é definido como “crédito não produtivo” ou “dívida de liquidação duvidosa” quando há indicações da improbabilidade de o mutuário proceder ao reembolso do capital ou dos juros do empréstimo, devido a dificuldades financeiras ou após um período de tempo determinado (geralmente, 90 dias) sem que este tenha efetuado o pagamento das prestações combinadas. Um empréstimo “produtivo” proporciona à instituição de crédito as receitas de juros de que precisa para ter lucro e disponibilizar novos empréstimos, ao passo que um empréstimo “não produtivo” geralmente não proporciona qualquer rendimento. Logo, para continuar lucrando no longo prazo, uma instituição de crédito precisa reduzir ao máximo os créditos não produtivos (SUPERVISÃO BANCÁRIA DO BCE, 2018).

preparar o sistema financeiro chinês para a concorrência estrangeira e aumentar a regulação após a crise financeira asiática, foi criada a Comissão de Regulação Bancária da China (China Banking Regulatory Commission – CBRC), em 2003. Essa instituição passou a regulamentar e supervisionar as instituições bancárias domésticas e estrangeiras atuantes no país – função que anteriormente era cumprida pelo PBOC (CINTRA, 2007, p. 136; DEOS, 2015, p. 404-405).

Em 2006, foi promulgado um decreto que estabeleceu a política geral para a operação de bancos estrangeiros na China. Essa medida estipulou uma diferenciação entre subsidiárias⁸ e filiais de bancos estrangeiros: ambas poderiam prover quase o mesmo leque de serviços financeiros, mas estariam sujeitas a diferentes exigências mínimas de capital – no caso das subsidiárias, significativamente superior às filiais⁹ (DEOS, 2015, p. 409). No final do ano, o número de instituições financeiras operacionais estabelecidas por bancos estrangeiros havia aumentado para 312, dentre subsidiárias e filiais (HUANG *et al.*, 2013, p. 46).

Os bancos estrangeiros também entraram no mercado chinês de outras formas, a partir do processo de abertura de capital dos *big four*, que os transformou em bancos comerciais de capital misto. Muitos autores consideram essa abertura como um processo de privatização, porém, reconhecem que este possui características muito diferentes do observado em outras economias (MENDONÇA, 2015, p. 353).

A abertura de capital tinha como objetivo criar incentivos para que estes bancos operassem como bancos comerciais com fins lucrativos e com menos interferência do governo chinês (MARTIN, 2012, p. 3). No final de 2003, o BOC e o CCB foram escolhidos como os primeiros a serem transformados em bancos comerciais de capital aberto. Posteriormente, seguiram-se os processos de abertura de capital do ICBC (2006) e do ABC (2010). A partir desse momento, o BoCom passou a fazer parte do grupo dos grandes bancos, sobretudo no tratamento das autoridades chinesas. Com isso, os *big four* passaram a ser chamados de *big five* (MENDONÇA, 2015, p. 353-354).

⁸ Uma subsidiária é uma instituição incorporada localmente (*locally incorporated*) que não necessita do envolvimento de um investidor chinês, diferentemente da maioria dos outros veículos de investimento. A CBRC incentiva que bancos estrangeiros que queiram fazer compromissos de longo prazo com o país assumam a forma de subsidiária, pois assim se pode evitar o risco de contágio das operações realizadas no exterior (DEOS, 2015, p. 409).

⁹ Para as subsidiárias locais (*wholly foreign-funded banks*) que desejassem operar em renminbi, a regulação exigia que estivessem em operação na China por pelo menos três anos e que fossem rentáveis por pelo menos dois (DEOS, 2015, p. 409).

Como primeiro passo da “privatização parcial”, investidores internacionais estratégicos tiveram acesso à participação minoritária nesses dois bancos, sendo obrigados a manter suas ações por três anos, posteriormente podendo elevar sua participação para até 19,9%. Investidores com participações de mais de 2,5% poderiam nomear diretores (HUANG *et al.*, 2013, p. 41; MENDONÇA, 2015, p. 354). No entanto, apesar da abertura de capital dos *big four*, o controle acionário sobre estes bancos (e o BoCom), e conseqüentemente, sobre o sistema financeiro chinês, permaneceu com o Estado¹⁰ (DEOS, 2015, p. 405).

Outra medida envolvendo investidores estrangeiros foi a criação do sistema de Investidores Institucionais Estrangeiros Qualificados (Qualified Foreign Institutional Investor – QFII), no final de 2002, que permitiu que investidores institucionais estrangeiros utilizassem fundos *offshore* de outras moedas para investir no mercado de ações e no mercado interbancário de títulos da China¹¹. Enquanto atraíam investidores estrangeiros, as autoridades chinesas começaram a ampliar também as possibilidades de instituições financeiras a buscar oportunidades fora do país. Por isso, em abril de 2006, o PBOC anunciou o sistema de Investidores Institucionais Domésticos Qualificados (Qualified Domestic Institutional Investors - QDII). Esses investidores podiam obter fundos em renminbi de instituições domésticas e residentes para investir em produtos financeiros no exterior (HUANG *et al.*, 2013, p. 54-55).

Contudo, com a chegada da crise financeira internacional de 2008, a taxa de crescimento da economia chinesa caiu de 13% em 2007 para 6,8% no último quadrimestre de 2008. Diante desse cenário, o governo chinês elaborou um programa de estímulo fiscal - financiado por recursos governamentais e operações de crédito - para injetar RMB 4 trilhões na economia (12,5% do PIB), sobretudo para investimentos em obras públicas. Além disso, o PBOC iniciou uma política monetária expansionista, resultando em uma redução das taxas de juros e alargamento das operações de crédito. Esse alargamento foi tão intenso que atingiu, já no primeiro trimestre de 2009, o patamar de RMB 4,6 trilhões, ultrapassando os RMB 4 trilhões anunciados (MENDONÇA, 2015, p. 365).

Em 2010, as autoridades chinesas começaram a restringir o ritmo de crescimento dos empréstimos, pois o diagnóstico era de que a expansão dos empréstimos para o setor

¹⁰ É importante lembrar que a crise financeira internacional de 2008-2009 acabou por gerar a venda de parte do capital comprado por grandes bancos internacionais (MENDONÇA, 2015, 356).

¹¹ Em 2011, foi instituído o sistema de Investidores Institucionais Estrangeiros Qualificados em RMB (RMB Qualified Foreign Institutional Investor – RQFII). A diferença é que os investidores institucionais estrangeiros podem utilizar fundos *offshore* de renminbi para investir no mercado de capitais chinês.

imobiliário no combate à crise teria contribuído para a formação de uma bolha especulativa em tal mercado, gerando um risco potencial para os bancos, caso esses créditos não fossem pagos. Desse modo, o PBOC iniciou uma política de aperto da liquidez nos primeiros meses de 2010, elevando a taxa de juros e adotando medidas de desaquecimento do mercado imobiliário. Conseqüentemente, a taxa de crescimento anual dos empréstimos caiu de 31,7% em dezembro de 2009 para 18,2% em junho de 2010, chegando ao nível de 15% ao final de 2013 (MENDONÇA, 2015, p. 365-366).

Outro movimento pós-2008 foi a reestruturação dos *policy banks* e das AMC's. Em 2008, o CDB, o maior dos *policy banks*, se tornou um banco comercial. Já as AMC's foram transformadas em instituições de capital misto, sendo autorizadas a diversificar seus setores de atuação. O processo começou com a transformação da Cinda, em 2010, em uma empresa de capital misto. No final de 2013, a empresa fez a primeira oferta pública de ações de uma AMC na Bolsa de Valores de Hong Kong. Foi anunciado pelas autoridades que os recursos então captados seriam usados para a administração de ativos inadimplentes, assim como para a injeção de capital em companhias subsidiárias (MENDONÇA, 2015, p. 357-358).

Houve também uma iniciativa de liberalização da taxa de juros. É importante contextualizar que, até o início da década de 2010, o sistema financeiro chinês ainda era marcado pela presença de mecanismos de controles da taxa de juros. Muitos especialistas entendem que esse controle levou ao surgimento de um sistema bancário “sombra” ou paralelo (*shadow banking system*) – que será detalhado na seção II.3. Em 2013, o PBOC extinguiu o controle sobre as taxas de juros dos empréstimos, por meio da eliminação do piso, e suprimiu o controle sobre as taxas de desconto de títulos (MENDONÇA, 2015, p. 358-359).

Por fim, no período pós-crise de 2008, como consequência de seus efeitos, notou-se um crescimento de dívidas relacionadas a governos locais. Nesse sentido, surgiram inovações financeiras, como o próprio *shadow banking system* e os *local-government financing vehicles* (LGFVs), que serão detalhados posteriormente no trabalho (CINTRA e FILHO, 2015, p. 455-456).

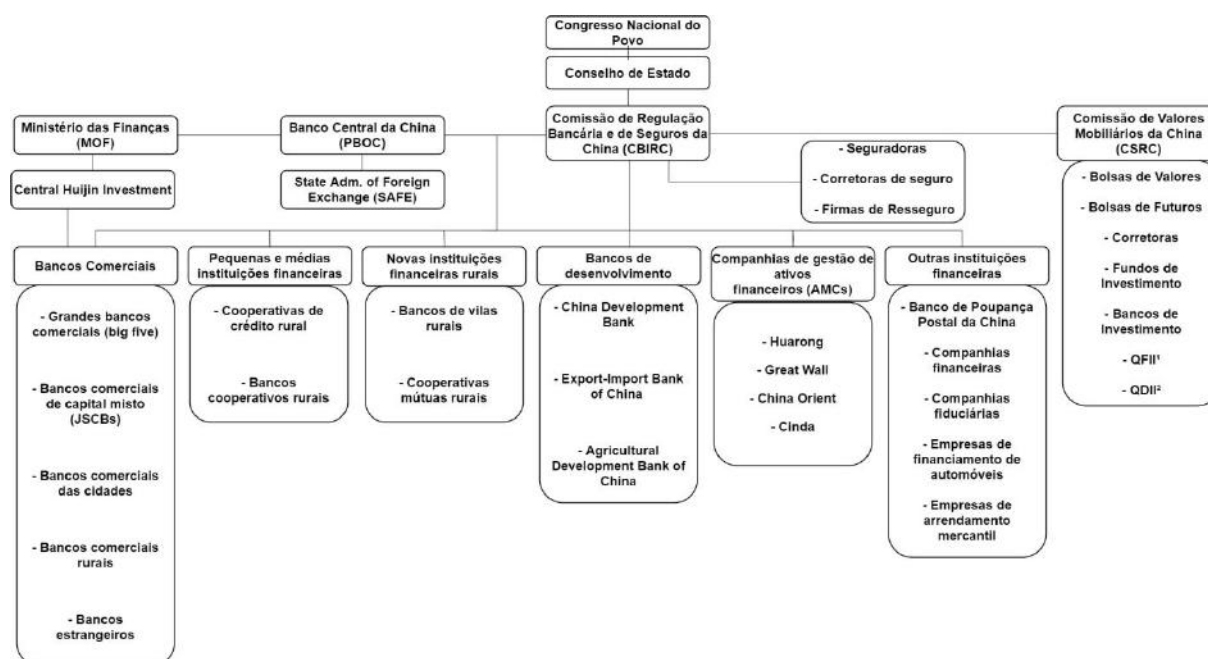
II.2 PANORAMA ATUAL DO SISTEMA FINANCEIRO CHINÊS

Após quarenta anos de reforma, o sistema financeiro chinês é caracterizado pela grande diversidade de instituições financeiras, tais como: bancos de desenvolvimento, bancos

comerciais, bancos cooperativos rurais, cooperativas de crédito urbanas e rurais, instituições financeiras afiliadas a grupos empresariais, companhias fiduciárias, empresas de arrendamento mercantil (*leasing*), de financiamento de automóveis, entre outras. Apesar da diversidade de instituições, no entanto, o sistema financeiro se mantém bastante “bancaizado” e tendo forte controle estatal, como será visto nessa seção (LI; CHEONG, 2019, p. 103).

A figura 1 abaixo mostra a estrutura geral do sistema financeiro chinês. A regulação desse sistema é composta pelo PBOC e por duas comissões: Comissão de Regulação Bancária e de Seguros da China (China Banking and Insurance Regulatory Commission – CBIRC) e Comissão de Regulação dos Valores Mobiliários da China (China Securities Regulatory Commission – CSRC). O sistema bancário está principalmente sob a supervisão do PBOC e da CBIRC, enquanto a CSRC regula o mercado de ações (COUSIN, 2011, p. 21).

Figura 1 – Estrutura do sistema financeiro chinês



Fonte: ELLIOTT; YAN, 2013, p. 10; CINTRA; FILHO, 2015, p. 428.

O PBOC é responsável pela formação e execução da política monetária, que tem como metas a manutenção da estabilidade da moeda e a promoção do crescimento econômico. Suas demais funções se resumem a: emissão de moeda nacional e administração de sua circulação; regulação do mercado interbancário; contenção da lavagem de dinheiro e gestão do registro de crédito e do sistema de pagamentos (COUSIN, 2011, p. 22). Além disso, o PBOC controla a

State Administration of Foreign Exchange (SAFE), o órgão que gerencia a taxa de câmbio e as reservas cambiais e de ouro do país (ELLIOTT; YAN, 2013, p.10).

A CBIRC foi criada em 2018, a partir de uma fusão entre a Comissão de Regulação Bancária da China (CBRC) e a Comissão de Regulação de Seguros da China (CIRC). Possui o papel de regular e supervisionar as instituições bancárias e de seguros no país e sua conduta no mercado; manter uma concorrência leal nos setores bancário e de seguros; e proteger os legítimos direitos e interesses de depositantes e segurados (CBIRC, 2020). Já a CSRC é o órgão regulador que supervisiona a indústria de valores mobiliários no país. Suas funções consistem na criação, implementação e fiscalização de leis de valores mobiliários, aprovação e regulamentação de empresas de gestão de fundos, e coleta e publicação de estatísticas de mercado (CHINA SECURITIES..., 2020).

Tanto o PBOC quanto a CBIRC e a CSRC operam sob a liderança do Conselho de Estado, portanto, o desenvolvimento de novos produtos financeiros, a determinação das taxas de juros e de câmbio e a alocação de recursos para regiões de menor crescimento estão sujeitos à sua inspeção, a fim de compatibilizá-los com o conjunto das políticas de desenvolvimento e assegurar a estabilidade do sistema financeiro (CINTRA; FILHO, 2015, p. 427).

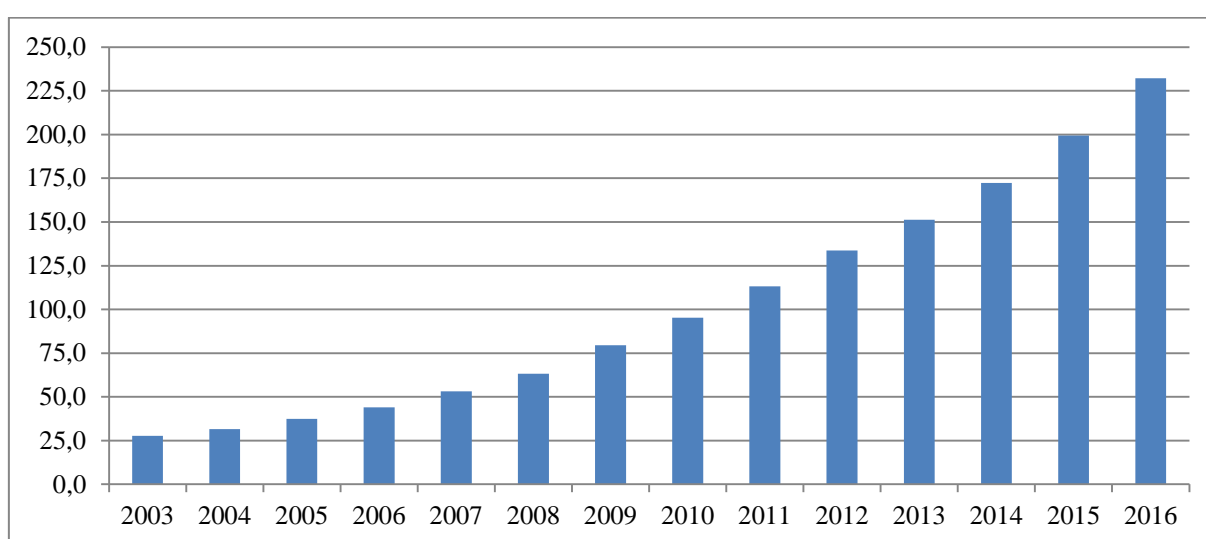
O Ministério das Finanças (MOF) também participa da regulação financeira, através de participação acionária direta nos grandes bancos comerciais; e também indiretamente, pelo controle que exerce sobre a Central Huijin Investment Ltd. A Huijin é uma companhia de investimentos estatal, de propriedade da China Investment Corporation – fundo soberano chinês, criado em 2007 - que detém participações substanciais nos grandes bancos comerciais do país (ELLIOTT; YAN, 2013, p. 10).

Diante da descrição do setor regulatório, torna-se necessário analisar os diferentes componentes do sistema financeiro chinês. Por isso, as próximas três sub-seções detalham o sistema bancário, o mercado de títulos e o mercado de ações na China.

II.2.1 Sistema Bancário Chinês

O sistema bancário chinês é composto por cinco grandes bancos comerciais (ABC, BOC, CCB, ICBC e BoCom), doze bancos comerciais de capital misto¹², três bancos de desenvolvimento (ADBC, Exim e CDB), além de instituições bancárias de atuação local e instituições estrangeiras. O gráfico 1 mostra a rápida expansão dos ativos do setor bancário chinês, de 2003 a 2016: em 2016, alcançou RMB 232,2 trilhões, superando em mais que oito vezes o valor registrado em 2003 (RMB 27,7 trilhões) (CRBC, 2016, p. 28-29).

Gráfico 1 – Total de ativos do sistema bancário chinês, em RMB trilhões (2003-2016)



Fonte: CBRC, 2016, p. 28-29.

Por meio da tabela 1, é possível analisar como cada categoria de instituição bancária contribuiu para essa expansão do setor no período. Nota-se que as medidas de liberalização e de criação de novas instituições adotadas após a entrada da China na OMC provocaram uma redução na concentração do setor bancário. Em 2003, os *big five* concentravam mais da metade do total de ativos do setor bancário (58,0%); em 2016, detinham 37,3%. Porém, continuam sendo a categoria com a maior posse de ativos (RMB 86,6 trilhões). A explicação para tal, segundo Huang *et al.* (2010, p. 28), deve-se às suas extensivas redes de agências e suas relações de longo prazo com as SOEs.

Observa-se também um crescimento da participação dos bancos de capital misto, saindo de 10,7% em 2003 para 18,7% em 2016. Embora superem os *big five* em número de instituições, seus ativos totais contabilizavam RMB 43,5 trilhões em 2016, praticamente a

12 Os 12 bancos comerciais de capital misto são: China CITIC Bank, CEB, Huaxia Bank, China Guangfa Bank, Ping An Bank, China Merchants Bank, Shanghai Pudong Development Bank, Industrial Bank, China Minsheng Banking, Evergrowing Bank, China Zheshang Bank e China Bohai Bank (LI; CHEONG, 2019, p. 103).

metade do total de ativos dos *big five*. Os três bancos de desenvolvimento¹³ do país também cresceram em valor de ativos no período, atingindo RMB 23 trilhões ou 9,9% do total de ativos das instituições bancárias em 2016. Contabilizando os vinte bancos citados, eles respondiam por 65,9% do total de ativos do setor bancário chinês em 2016 (CBRC, 2016).

Tabela 1 – Total de ativos do setor bancário chinês por tipo de instituição, em RMB trilhões (2003-2016)

Ano ¹	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Grandes bancos comerciais	16,1	18,0	21,0	24,2	28,5	32,6	40,8	46,9	53,6	60,0	65,6	71,0	78,2	86,6
Bancos comerciais de capital misto	3,0	3,6	4,5	5,4	7,3	8,8	11,8	14,9	18,4	23,5	26,9	31,4	37,0	43,5
Bancos de desenvolvimento	2,1	2,4	2,9	3,5	4,3	5,6	6,9	7,7	9,3	11,2	12,5	15,6	19,3	23,0
Bancos comerciais das cidades	1,5	1,7	2,0	2,6	3,3	4,1	5,7	7,9	10,0	12,3	15,2	18,1	22,7	28,2
Instituições de atuação rural ²	2,7	3,1	3,7	4,4	5,6	7,1	8,6	10,7	12,9	15,5	18,3	21,3	24,7	28,7
Bancos estrangeiros	0,4	0,6	0,7	0,9	1,3	1,3	1,3	1,7	2,2	2,4	2,6	2,8	2,7	2,9
Outros ³	2,0	2,1	2,6	2,9	2,9	3,5	4,3	5,6	7,0	8,6	10,2	12,1	14,8	17,4

Fonte: CBRC, 2016, p. 204.

Notas: (1) Dados de 2003 a 2006 se referem aos ativos de instituições bancárias dentro da China. Dados de 2007 a 2016 se referem a ativos de instituições bancárias de dentro e fora da China.

(2) A categoria “instituições de atuação rural” inclui bancos comerciais rurais, bancos cooperativos rurais e cooperativas de crédito rurais.

(3) A categoria “outros” inclui cooperativas de crédito urbanas (existentes até 2011), instituições financeiras não bancárias, novos tipos de instituições financeiras rurais e o Banco Postal de Poupança da China (Postal Savings Bank of China).

A tabela também evidencia o acelerado crescimento da participação de instituições bancárias com atuação restrita a províncias e/ou cidades. Os ativos dos bancos comerciais das cidades (*city commercial banks*) aumentaram de RMB 1,5 trilhões para RMB 28,2 trilhões no período analisado. Em 2016, os 134 bancos comerciais das cidades existentes contribuíram

¹³ O ADBC e o Exim são bancos de desenvolvimento os dois bancos de desenvolvimento públicos. O CDB se tornou um banco de capital misto, em 2008, mas em 2015, foi oficialmente definido pelo Conselho de Estado como uma instituição financeira de desenvolvimento (CDB, 2020).

com 12,2% do valor de ativos do sistema bancário chinês. Ao longo do tempo, têm se transformado em sociedades anônimas, nas quais o governo local é o acionista principal, e o restante das ações é detido por empresas ou bancos chineses, bancos estrangeiros, e em menor proporção, por funcionários e investidores privados. Continuam operando em escala regional, apesar de alguns serem autorizados a atuar de forma mais ampla (DEOS, 2015, p. 399).

Outro segmento de bancos locais são as instituições de atuação rural, como bancos comerciais, bancos cooperativos e cooperativas de crédito rurais. Assim como os bancos comerciais das cidades, a partir de 2004, o governo chinês deu início à transformação dessas instituições em sociedades anônimas (DEOS, 2015, p. 399). Ao final de 2016, havia 2.279 instituições bancárias atuantes no campo, dentre estas 1.114 bancos comerciais, 40 bancos cooperativos e 1.125 cooperativas de crédito. Essas três categorias totalizaram RMB 28,7 trilhões de ativos – 12,3% do total de ativos do sistema bancário. Aproximadamente 70,7% desses ativos correspondiam aos ativos dos bancos comerciais rurais (CBRC, 2016, p. 42).

O sistema apresenta, ainda, no final de 2016, 1.031 instituições bancárias estrangeiras atuando no país. Dentre elas, 39 instituições financeiras subsidiárias ou incorporadas localmente e 121 filiais de bancos estrangeiros (CBRC, 2016, p. 47). Como visto na seção II.1, a entrada de instituições estrangeiras na China foi feita de maneira regrada e cautelosa, de modo a proteger o setor bancário doméstico. Como resultado, os bancos estrangeiros respondem por uma parcela pequena do total de ativos do setor bancário. Em 2003, as instituições estrangeiras eram responsáveis por 1,5% do total de ativos bancários, e esta participação chegou ao seu ápice em 2007, com 2,1%. A partir de 2008, a participação de mercado dessas instituições começou a cair, o que pode ser explicado pela saída dessas instituições da China, como consequência da crise financeira internacional de 2008. Em 2016, os ativos das instituições estrangeiras contabilizavam RMB 2,9 trilhões, apenas 1,3% do total de ativos do setor bancário.

II.2.2 Mercado de Títulos

Desde 2016, o mercado de títulos da China é considerado o terceiro maior do mundo, atrás apenas de Estados Unidos e Japão. No final de 2018, o volume total de *outstanding bonds* alcançou RMB 85,7 trilhões (cerca de US\$ 12,5 trilhões), significando 95,2% do PIB chinês. A emissão de títulos é um componente importante no sistema financeiro chinês, já que

é, atualmente, o principal canal de financiamento direto para empresas no país (LIN; LEI; ZHOU, 2019, p. 1-2). Além disso, o tamanho do mercado de títulos chinês em relação à base de empréstimos bancários domésticos também vem aumentando, crescendo de 34,0%, em 2004, para 62,9% em 2018 (FITCH RATINGS; 2019, p. 8)

O mercado de títulos é composto pelas bolsas de valores de Xangai (SSE) e Shenzhen (SZSE), e pelo mercado de balcão (*OTC market*). Este último inclui o mercado interbancário de títulos (*interbank market*) e o *commercial bank OTC market*, o qual é restrito para títulos do Tesouro e de governos locais (LIN; LEI; ZHOU, 2019, p. 1). No final de 2018, cerca de 89,0% do total de *outstanding bonds* na China estavam no mercado interbancário, enquanto o restante estava nas bolsas (AMSTAD; HE; 2019, p. 3). Segundo Lin, Lei e Zhou (2019, p. 2-3), esse domínio do mercado interbancário nos aspectos de emissão e volume de negociação existe por dois motivos: apenas bancos comerciais listados publicamente podem acessar as bolsas; e certos títulos só podem ser negociados no mercado interbancário.

No que diz respeito à emissão dos títulos, estes podem ser divididos em três categorias: governamentais, financeiros e corporativos. Os títulos governamentais são emitidos pelo Tesouro, por governos locais ou bancos de desenvolvimento. Os emissores de títulos financeiros incluem instituições financeiras - como bancos comerciais (*big five*, bancos comerciais de capital misto, cooperativas de crédito rurais), e instituições financeiras não bancárias, como companhias de seguro, companhias de valores mobiliários, e AMCs. Já a categoria de títulos corporativos abrange amplamente todos os de renda fixa, emitidos por empresas não financeiras na China, incluindo títulos lastreados em ativos (*asset-backed agency securities*) e outros títulos conversíveis (AMSTAD; HE, 2019 p. 12).

A tabela 2 mostra a emissão e o volume de transação de títulos chineses, por tipos de títulos, em 2018. No final de 2018, os títulos do governo contabilizavam RMB 48,8 trilhões (57,06% do total de *outstanding bonds*), dentre os quais 17,33% eram títulos do Tesouro, 21,11% eram títulos emitidos pelos governos locais e 16,74% configuravam títulos emitidos por bancos de desenvolvimento. Enquanto isso, os títulos financeiros alcançavam RMB 15,7 trilhões (18,44% do total de *outstanding bonds*), e os de crédito corporativo, RMB 20,9 trilhões (20,5%) (AMSTAD; HE, 2019 p. 8-56).

Destacam-se os títulos dos governos locais¹⁴, que totalizaram aproximadamente RMB 18,1 trilhões em 2018. Já os títulos do Tesouro são emitidos pelo MOF e lastreados nas receitas fiscais arrecadadas pelo governo central chinês. São utilizados pelo PBOC nas operações de mercado aberto, e, portanto, são considerados instrumentos financeiros importantes no mercado chinês, possuindo um grande volume de emissão e de negociação, e relativa liquidez no mercado secundário. Apesar disso, totalizaram RMB 14,8 trilhões em 2018 (17,4% do mercado de títulos chinês), o que é considerado pequeno, se comparado à importância que os títulos do Tesouro dos Estados Unidos ocupam no mercado de títulos do país (46%) (AMSTAD; HE; 2019, p. 6-7).

O terceiro maior componente da tabela 2 são os títulos emitidos por bancos de desenvolvimento, que desempenham um papel importante no mercado. Uma vez que os investidores presumem que são garantidos pelo governo e estão livres de risco, esses títulos são usados como referência para a precificação de outros títulos (SCHIPKE; RODLAUER; ZHANG, 2019, p. 8). Em 2018, contabilizaram RMB 14,3 trilhões, ou 16,7% do total de *outstanding bonds*. Deve-se ressaltar que 55% desses títulos foram emitidos pelo CDB, e estes possuem alta liquidez no mercado secundário (muitas vezes até mais que os títulos do Tesouro) (AMSTAD; HE, 2019, p. 8).

Tabela 2 – Emissão e volume de transação de títulos chineses, por tipo de título (2018)

2018	Mercados	Emissão		Outstanding		Volume transacionado (RMB bilhões)	Turnover
		(RMB bilhões)	(%)	(RMB bilhões)	(%)		
Títulos governamentais	Interbancário, bolsa e OTC	11.484,24	26,24	48.836,20	57,06	74.083,08	1,61
Títulos do Tesouro	Interbancário, bolsa e OTC	3.601,10	8,23	14.831,84	17,33	18.743,05	1,33
Títulos de governos locais	Interbancário e bolsa	4.165,17	9,52	18.071,05	21,11	4.349,93	0,27
Títulos dos bancos de desenvolvimento	Interbancário e bolsa	3.464,98	7,92	14.323,81	16,74	50.386,57	3,64
(continuação)							
Outros títulos governamentais	Interbancário e bolsa	253,00	0,58	1.609,50	1,88	603,53	0,39
Títulos financeiros	Interbancário	22.879,49	52,27	15.784,06	18,44	57.048,47	3,96

¹⁴ Alguns autores classificam certos títulos de governos locais, como os *municipal corporate bonds* (MCBs), não como títulos governamentais, mas sim como títulos corporativos, devido às suas características específicas. Mais informações na seção II.3.3.

Certificados de Depósito Bancário (CDBs)	Interbancário	21.098,56	48,20	9.851,43	11,51	54.863,32	6,15
Outros títulos financeiros	Interbancário	1.780,93	4,07	5.932,63	6,93	2.185,16	0,40
Títulos corporativos	Interbancário e bolsa	9.407,33	21,49	20.966,84	24,50	18.809,26	0,95
Títulos empresariais	Interbancário e bolsa	241,84	0,55	2.568,20	3,00	1.611,75	0,57
Títulos corporativos negociados em Bolsa	Bolsa	1.657,92	3,79	5.820,43	6,80	797,94	0,15
Notas de dívida de médio prazo	Interbancário	1.696,72	3,88	5.653,90	6,61	7.399,58	1,41
<i>Commercial Papers</i>	Interbancário	3.127,53	7,15	1.923,71	2,25	7.027,94	4,09
Títulos lastreados por ativos (ABS)	Interbancário	2.005,60	4,58	2.643,21	3,09	458,96	0,20
Notas de colocação privada	Interbancário	546,39	1,25	1.943,84	2,27	929,82	0,47
Outros títulos corporativos	Bolsa	131,35	0,30	413,54	0,48	583,27	1,58
Total		43.771,07	100,00	85.587,11	100,00	149.940,81	1,87

Fonte: WIND BOND OVERVIEW; WIND BOND SECONDARY MARKET STATISTICS *apud* AMSTAD; HE, 2019, p. 56.

A estrutura de investidores do mercado de títulos da China é dominada por bancos, especialmente bancos comerciais. Ao final de 2018, os *outstanding bonds* mantidos pelos bancos comerciais contabilizaram 55,5% do total de *outstanding bonds* do país. Esse é um dos motivos mais importantes para explicar a insuficiência de liquidez no mercado secundário, já que os bancos comerciais estão mais dispostos a manter os títulos até o vencimento. No entanto, com a abertura gradual do mercado e a entrada de outros tipos de investidores, a proporção de títulos detidos por bancos comerciais tem apresentado tendência de redução. Atualmente, os fundos que tendem a negociar no mercado de forma mais ativa do que outros investidores se tornaram os maiores detentores de títulos de crédito (*credit bonds*)¹⁵ (LIN; LEI; ZHOU, 2019, p. 6-7).

II.2.3 Mercado de Ações

¹⁵ Títulos de crédito são os títulos financeiros somados aos títulos corporativos (LIN; LEI; ZHOU, 2019, p. 6).

O mercado de ações da China é considerado o segundo maior mercado do mundo, possuindo uma capitalização de mercado de aproximadamente US\$ 10,6 trilhões em setembro de 2020, estando atrás apenas dos Estados Unidos (US\$ 38,3 trilhões) (BLOOMBERG, 2020). É composto por duas Bolsas de Valores – Xangai (criada em dezembro de 1990) e Shenzhen (criada em julho de 1991)¹⁶ – e duas classes de ações (A e B), que são transacionadas nos dois mercados. As ações A são denominadas em renminbi e cotadas nas bolsas domésticas. Somente em 2002, com o estabelecimento do sistema de QFII, que investidores estrangeiros foram autorizados à compra e venda de ações desse tipo (CINTRA; FILHO, 2015, p. 435; PRASAD, 2016, p. 47).

Já as ações B têm seu valor nominal em renminbi, mas são transacionadas em dólares (Bolsa de Valores de Xangai) ou dólares de Hong Kong (Bolsa de Valores de Shenzhen), e são voltadas para os investidores estrangeiros. Em 2001, o mercado de ações B foi aberto para investidores domésticos com contas em moeda estrangeira. As empresas estrangeiras podem emitir os dois tipos de ações¹⁷, porém, as ações B tendem a ser negociadas com um desconto em relação às ações A da mesma empresa, pois o mercado para ações A tem um volume maior de negociação (CINTRA; FILHO, 2015, p. 435; PRASAD, 2016, p. 47).

Até 2005, cerca de dois terços do mercado de capitais do país era composto de ações não negociáveis, cuja propriedade era diretamente do governo ou de instituições financeiras estatais. Nesse mesmo ano, foram adotadas medidas para permitir que essas ações pudessem flutuar livremente. Após essas reformas, a capitalização de mercado começou a crescer, aumentando de forma acentuada em 2007, antes que a crise financeira internacional de 2008-2009 provocasse um forte declínio desta (vide gráfico 2) (PRASAD, 2016, p. 47).

Posteriormente, em 2014, o mercado de ações chinês começou a mostrar um crescimento acelerado (tendo disparado cerca de 150% entre junho de 2014 e 2015), apresentando indícios de uma possível bolha, o que se verificou com o forte *crash* do mercado em junho de 2015. Um terço do valor das ações A na Bolsa de Valores de Xangai foi perdido

¹⁶ Outra grande bolsa de valores da China está localizada em Hong Kong. A Região Administrativa Especial de Hong Kong (HKSAR) é tratada para a maioria dos propósitos governamentais e regulatórios como se fosse um país separado, embora estreitamente aliado. A Bolsa de Valores de Hong Kong (HKSE) tradicionalmente se concentrava nas ações de empresas locais, mas se expandiu para negociar um volume considerável de "ações H" - ações de empresas chinesas, geralmente de propriedade majoritária do governo, que obtiveram permissão para vender ações em Hong Kong. Geralmente, as ações H não podem ser negociadas no continente ou convertidas em ações que possam ser negociadas lá. A listagem em Hong Kong tem sido a principal via pela qual as empresas chinesas acessam o capital estrangeiro, uma vez que Hong Kong é um importante centro financeiro mundial com investidores de todo o mundo participando de seus mercados (ELLIOTT, YAN, 2013, p. 23).

¹⁷ Com aprovação governamental, as empresas chinesas também podem se listar na bolsa de Hong Kong, e emitir ações H (preços cotados em dólares de Hong Kong).

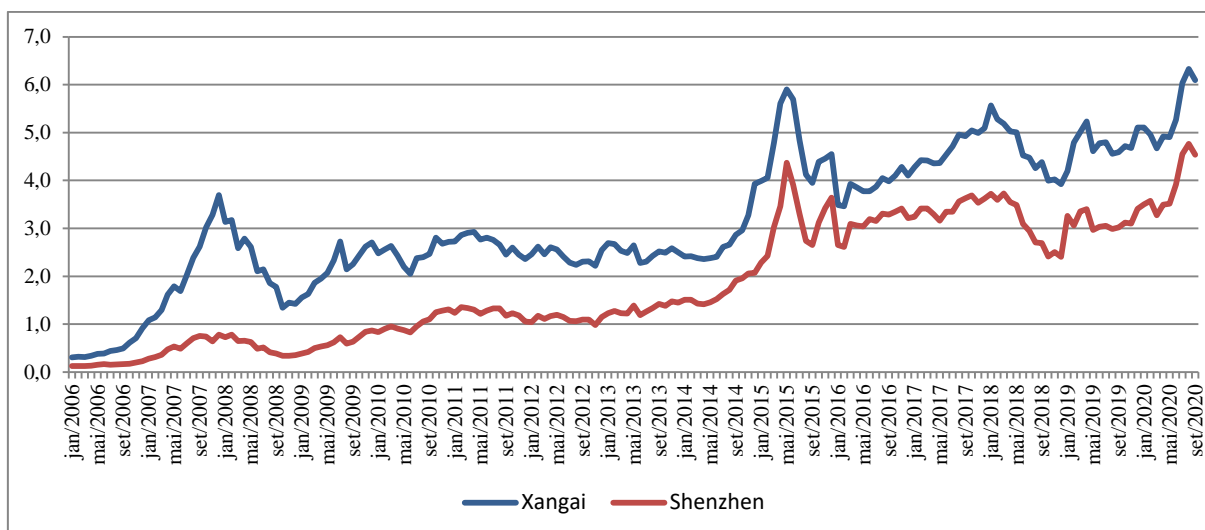
dentro de um mês após o evento. O motivo para a formação dessa bolha foi a entrada massiva de investidores individuais no mercado pela primeira vez: mais de 40 milhões de novas contas de ações foram abertas entre junho de 2014 e maio de 2015. Muitos desses investidores novatos compravam ações com dinheiro emprestado. Essa prática, conhecida como "negociação na margem", sempre foi estritamente regulamentada pelo governo chinês, mas nos cinco anos anteriores ao crash, as exigências tinham sido relaxadas. Logo, esses novos investidores, inexperientes com o mercado, e fazendo apostas arriscadas, aumentaram drasticamente a volatilidade do mercado, levando a enormes flutuações no preço das ações (ZENG; HUANG; HUENG, 2016, p. 412-413).

Diante desse cenário, o governo tomou uma série de medidas no período para limitar a turbulência no mercado de ações, que passou a se recuperar a partir de fevereiro de 2016. Algumas delas foram fortemente intervencionistas e, embora descritas como medidas de emergência, prejudicaram a credibilidade do governo e criaram dúvidas sobre sua atitude em relação às reformas voltadas para o mercado (PRASAD, 2016, p. 49; AMADEO, 2020).

Atualmente, segundo dados da Federação Mundial de Bolsas de Valores (World Federation of Exchanges – WFE)¹⁸, existem 1.746 empresas listadas na Bolsa de Valores de Xangai e 2.310 na Bolsa de Valores de Shenzhen. A Bolsa de Valores de Xangai é considerada hoje a maior da China; sua capitalização de mercado é de, aproximadamente, US\$ 6,1 trilhões. A maioria das empresas listadas em Xangai é estatal e primordial para o crescimento econômico do país, e a maior parte dos investidores consiste em fundos de pensão e bancos. Já a Bolsa de Valores de Shenzhen é menor, e sua capitalização de mercado é de, aproximadamente, US\$ 4,5 trilhões. A maior parte das ações negociadas é de empresas menores e mais empreendedoras, e a maioria dos investidores é composta de pessoas físicas (CINTRA; FILHO, 2015, p. 435; AMADEO, 2020).

Gráfico 2 – Capitalização das bolsas de valores de Xangai e Shenzhen, em US\$ trilhões (2006-2020)

¹⁸ Os dados são de setembro de 2020.



Fonte: WFE, 2020. Statistics: monthly reports (tabela Capitalização de mercado, vários anos).

Apesar de ser considerado o segundo maior mercado de ações do mundo, o mercado chinês não pode ser usado como *proxy* da economia chinesa. A capitalização do mercado de ações foi de 59,4% do PIB em 2019, em comparação a 121,8% do Japão (no mesmo período) e 148,3% dos Estados Unidos (em 2018) (BANCO MUNDIAL, 2020). O valor total de cada ação negociada nas bolsas chinesas é inferior a um terço do PIB; para a maioria dos países desenvolvidos, esse valor se iguala a 100% do PIB. Além disso, diferentemente das empresas dos Estados Unidos, que são fortemente dependentes de captação de capital, esta consiste em apenas 5% do financiamento corporativo total na China. Os empréstimos bancários e os lucros retidos continuam sendo, de longe, as maiores fontes de investimento para empresas chinesas (KROEBER, 2015; AMADEO, 2020; GOH, 2020).

Na comparação com o maior mercado de ações do mundo – Estados Unidos – grande parte da riqueza das famílias americanas se encontra na forma de ações, pois aproximadamente 52% da população detêm ações. Na China, menos de 20% da riqueza das famílias chinesas está no mercado de ações. Propriedades, produtos de gestão de fortunas e depósitos bancários representam uma proporção maior de seus investimentos. Em 2015, apenas 7% dos chineses urbanos detinham ações nas Bolsas de Xangai e Shenzhen. Evidentemente, o mercado de ações desempenha um papel muito maior na economia estadunidense do que na chinesa, tanto ao nível do investidor individual quanto das empresas (KROEBER, 2015; AMADEO, 2020; CHINA’S STOCK..., 2020).

II.3 SISTEMA BANCÁRIO PARALELO CHINÊS

Como visto anteriormente, o sistema financeiro chinês é caracterizado pelo protagonismo dos bancos. No entanto, especialmente a partir de 2010, houve um rápido crescimento de atividades financeiras “na sombra”, isto é, realizadas fora do sistema financeiro formal, envolvendo instituições bancárias ou não bancárias (EHLERS; KONG; ZHU, 2018, p. 7).

Por ser uma discussão ainda recente na literatura internacional, não há uma definição consensual sobre o termo *shadow banking system* ou sistema bancário paralelo ou sombra. O Conselho de Estabilidade Financeira (Financial Stability Board – FSB), por exemplo, define *shadow banking* como “o conjunto de atividades de intermediação de crédito de instituições financeiras não bancárias que podem oferecer riscos de estabilidade financeira (em particular, transformações de maturidade e liquidez, transferências imperfeitas de risco de crédito e grau de alavancagem) e/ou arbitragem regulatória (que compromete a eficácia da regulação financeira)” (FSB, 2020, p. 5). Essa definição acaba excluindo as atividades realizadas por bancos que querem contornar a regulação existente – o que define boa parte do *shadow banking* chinês (EHLERS; KONG; ZHU, 2018, p. 7).

O PBOC, em seu Relatório de Estabilidade Financeira de 2013, define *shadow banking* como “a intermediação de crédito envolvendo entidades e atividades fora do sistema bancário regular, com transformação de liquidez e de prazo, potencialmente capaz de desencadear riscos sistêmicos ou arbitragem regulatória” (PBOC, 2013, p. 203). Devido ao emprego de diferentes definições por parte dos órgãos governamentais responsáveis por seu monitoramento e às diferentes metodologias empregadas em sua contabilização, é extremamente difícil obter uma dimensão precisa do tamanho do sistema bancário paralelo na China (CINTRA; FILHO, 2015, p. 450-451; LI, 2016, p. 1).

O que se pode afirmar é que as instituições que atuam no *shadow banking* – no caso chinês, inclusive os bancos comerciais – muitas vezes operam de forma mais barata, oferecendo empréstimos a custos mais baixos que o setor bancário formal. Porém, mantêm menos liquidez, emprestam a clientes mais arriscados ou de formas mais arriscadas, e operam com menos supervisão dos órgãos regulatórios do que o setor bancário formal, aumentando assim os riscos para a estabilidade financeira (ELLIOTT; KROEBER; QIAO, 2015, p. 4).

II.3.1 Motivos para o crescimento do sistema bancário paralelo na China

De acordo com Hachem e Song (2016, p. 2), a adoção de uma maior rigidez na regulação bancária, especialmente em relação a bancos menores, foi o principal fator que propiciou a expansão do *shadow banking system* na China. Até 2015, O PBOC determinava um teto de referência para as taxas de depósito, o que favorecia os bancos que tinham mais clientes – normalmente, os bancos estatais. Os bancos pequenos recorriam então ao mercado interbancário: canalizavam todos os seus depósitos existentes para empréstimos não financeiros, e em seguida, tomavam empréstimos de grandes bancos quando precisavam de mais liquidez (HACHEM; SONG, 2016, p. 2).

A situação mudou a partir de 2008, quando o governo chinês aumentou a fiscalização de uma regra de 1994, que definia que os bancos não podiam emprestar mais de 75% do valor de seus depósitos a tomadores não financeiros¹⁹. Os 25% restantes tinham que ser mantidos líquidos, divididos entre reservas compulsórias e outros ativos líquidos. Essa ação afetou diretamente os bancos pequenos, que frequentemente emprestavam até 90% dos depósitos. Somado a isso, o PBOC também promoveu um aumento das reservas compulsórias (HACHEM; SONG, 2016, p. 2-3; HACHEM, 2018, p. 13).

Logo, os bancos pequenos começaram a realizar mais atividades que não precisavam ser registradas nos balanços patrimoniais, se voltando assim para o sistema bancário paralelo (HACHEM; SONG, 2016, p. 2-3). Do lado dos poupadores, inclusive pequenos investidores, havia a expectativa de maiores rendimentos nas aplicações, já que não estariam sujeitas aos rígidos controles sobre as taxas de juros. Do lado dos tomadores de recursos no *shadow banking*, como pequenos e médios empresários, o incentivo se deu pela dificuldade de acesso a crédito no sistema bancário formal, dada a preferência dos bancos estatais em conceder empréstimos às grandes empresas, especialmente empresas estatais (SOEs)²⁰ (CINTRA; FILHO, 2015, p. 454).

Já Allen *et al.* (2018, p. 9) apontam que a restrição de empréstimos bancários por orientação do PBOC, para conter o *boom* imobiliário e o excesso de capacidade em certos

¹⁹ Essa regra só foi extinta em 2015.

²⁰ Essa preferência é antiga, e se dá por inúmeros motivos, um deles é a crença em uma garantia implícita - de que em caso de falência, por ser uma empresa estatal, o governo chinês resgataria seus credores. Além disso, como os grandes bancos comerciais também são estatais, os gerentes desses bancos têm menos probabilidade de enfrentar forte censura por conceder empréstimos inadimplentes (NPLs) a empresas estatais. Em contraste, as empresas privadas, especialmente as pequenas e médias empresas, enfrentam severas restrições de acesso ao crédito bancário. Uma das razões é que essas empresas geralmente carecem de um sistema sofisticado de relatórios contábeis ou de um mecanismo de avaliação de risco adequado, tornando difícil para os bancos monitorar e avaliar o desempenho e os riscos subjacentes de seus negócios (WANG *et al.*, 2020, p. 2).

setores, em 2010, posteriormente ao programa de estímulo fiscal, também contribuiu para o crescimento do setor bancário paralelo chinês. Muitas construtoras passaram a recorrer às instituições não bancárias, como companhias fiduciárias (*trust companies*), para financiar seus projetos. Contraditoriamente, a alta nos preços dos imóveis – que ampliou o custo de entrada para compras especulativas – estimulou a busca de rendimentos elevados no sistema bancário paralelo pelos investidores. O fluxo de recursos para o sistema bancário paralelo alimentou a alta de preços dos imóveis, com novos compradores. Assim, a interligação dos dois fenômenos acabou formando um círculo vicioso, estimulando ainda mais o *boom* imobiliário e o crescimento do *shadow banking system* (CINTRA; FILHO, 2015, p. 454-458).

Outros estudos, como o de Chen, He e Liu (2020), argumentam que a expansão do *shadow banking* na China é consequência da adoção do programa de estímulo fiscal, em 2008, em resposta a crise financeira internacional. Segundo os autores, como o principal componente do programa consistia em projetos de infraestrutura, inclusive urbanos e rurais, quase todos os gastos de investimento deveriam ser empreendidos e financiados pelos governos locais. Do total de RMB 4 trilhões, apenas RMB 1 trilhão saiu do orçamento do governo central, sendo o resto arcado pelas administrações locais. Como estas não eram autorizadas a tomar empréstimos diretamente, passaram a tomar recursos através de *local government financing vehicles* (LGFVs) (CHEN; HE; LIU, 2020).

Legalmente, um LGFV é uma empresa estatal em que o governo local é o único acionista ou é o acionista majoritário. Ativos de propriedade estatal - entre os quais ações, taxas governamentais e títulos, mas especialmente terras – são usados como cauções, visando atingir os requerimentos básicos e obter os financiamentos bancários para realização dos projetos de infraestrutura previstos. Portanto, são uma forma de burlar os limites orçamentários aos quais os governos estão submetidos (CINTRA; FILHO, 2015, p. 456; CHEN; HE; LIU, 2020).

Por influência dos incentivos explícitos do governo central, as administrações locais implantaram o pacote de estímulo fiscal em 2009, através de empréstimos obtidos pelos LGFVs, contraindo assim enormes dívidas. Entre três a cinco anos depois, esses governos locais precisavam pagar os empréstimos vencidos e/ou dar continuidade aos projetos de infraestrutura de longo prazo iniciados em 2009. Diante da política de restrição de crédito iniciada em 2010, os governos locais buscaram financiamento fora do setor bancário formal, estimulando assim o crescimento do *shadow banking* após 2012 (CHEN; HE; LIU, 2020).

Com base na discussão da literatura, pode-se afirmar então que o crescimento do setor bancário paralelo na China resultou tanto dos rígidos limites governamentais aos instrumentos convencionais de crédito no país, em um contexto de ampliação de liquidez e da elevada poupança doméstica; como também da necessidade de financiamento da dívida dos governos locais, que não podia ser suprida adequadamente pelo setor financeiro tradicional (CINTRA; FILHO, 2015, p. 459-460). A seguir, serão detalhados os instrumentos que promovem esse crescimento financeiro “na sombra”.

II.3.2 Instrumentos de expansão financeira do sistema bancário paralelo

Grande parte da relação entre o setor bancário paralelo e o setor formal na China envolve transações entre bancos comerciais e companhias fiduciárias (*trust companies*). Essas são empresas que administram e controlam fundos compostos por bens e ativos, tais como dinheiro, imóveis, ações ou títulos, em nome de um terceiro (pessoa física ou empresa), que cede os ativos para a constituição do fundo. Essa operação é feita através de um contrato, no qual se estabelece também o beneficiário, que receberá os lucros e benefícios advindos da administração do fundo (TRUST COMPANY, 2020; TRUST FUND, 2020).

Como visto na seção II.1, as companhias fiduciárias e de investimento (TICs) surgiram na década de 1980 no país, mas muitas enfrentaram dificuldades financeiras e se tornaram insolventes no final da década de 1990. Mesmo em 2001, com a aprovação da “Trust Law” pelo Congresso Popular, a indústria de fundos fiduciários crescia de forma lenta. Apenas em 2008, com a emissão de uma diretriz da CBRC, que permitia aos bancos emitir empréstimos através de companhias fiduciárias sem a necessidade de registro em seus balanços, que a indústria de *trusts* se tornou um dos setores com maior crescimento da economia chinesa (ALLEN *et al*, 2018, p. 9).

Em 2012, a indústria de *trusts* ultrapassou a de seguros como o maior setor entre os setores financeiros não bancários, alcançando um total de ativos de RMB 16,7 trilhões no final de 2015. Nesse mesmo período, a proporção entre ativos totais dos *trusts* e o PIB chegou a 23,7% (ALLEN *et al*, 2018, p. 9-10). Sendo pouco reguladas, as companhias fiduciárias são as únicas instituições financeiras que podem investir em todos os setores do mercado de capitais, incluindo o mercado de títulos, de ações, de crédito bancário e também o setor real da economia chinesa - ao contrário dos bancos comerciais, por exemplo, que são proibidos de

investir diretamente no mercado de ações. As companhias fiduciárias são um dos atores mais importantes no *shadow banking system* chinês, seja emitindo ou comprando instrumentos financeiros, os quais serão detalhados a seguir (ALLEN; GU, 2020, p. 9).

II.3.2.1 Instrumentos de depósito

Os dois principais instrumentos financeiros do *shadow banking system* chinês são os *wealth management products* (WMPs) e os *trust products*. Os WMPs podem ser definidos como “depósitos a prazo”, que derivam seus rendimentos a partir de um determinado conjunto de investimentos subjacentes – empréstimos, ações, entre outros. São considerados bons substitutos dos depósitos bancários pelos investidores, por possuírem rendimentos mais elevados e estarem sujeitos a menores regulações quando comparados aos depósitos formais (ELLIOTT; KROEBER; QIAO, 2015, p. 8).

Os WMPs são vendidos por bancos tradicionais. Se o banco explicitamente garante o principal ou o rendimento dos WMPs, então estes e os ativos subjacentes devem ser registrados no balanço do banco emissor. Nesses casos, se assemelham aos certificados de depósitos bancários (chamados de CDBs no Brasil), estando sujeitos aos regulamentos bancários normais, e por isso, não são considerados como parte do sistema bancário paralelo. Na ausência de tal garantia, porém, os fundos arrecadados pelo WMP não precisam estar no balanço do banco emissor, e em vez disso, podem ser repassados para um terceiro ente. Assim, os bancos mantêm o controle das decisões de investimento, “escapando” de exigências regulatórias (EHLERS; KONG; ZHU, 2018, p. 13-14; HACHEM, 2018, p. 10).

Já os *trust products* são criados por companhias fiduciárias, e podem ser divididos em categorias, de acordo com o tipo de intermediação de crédito “sombra” realizada. Os *trust products* de investidores únicos visam facilitar o investimento em ativos específicos determinados por um grande investidor – tal como um banco, um fundo de investimento, ou outro – que não pode ou não quer mantê-los diretamente em seu balanço patrimonial. A proporção desses produtos no total de *trust products* era de 50%, no final de 2016 (EHLERS; KONG; ZHU, 2018, p. 16-17).

Os *trust products* de investidores coletivos agregam fundos de vários investidores e possuem um número maior de ativos subjacentes, embora tipicamente os investimentos subjacentes sejam menos diversificados do que no caso dos WMPs. Os investidores mais

comuns incluem instituições financeiras, investidores individuais ricos e investidores de varejo. Sua participação no total de *trust products* era de 36% no final de 2016. Os *trust products* relacionados à propriedade gerenciam ativos não monetários, principalmente em nome de um único cliente. Em muitos casos, são utilizados para obter isolamento contra a possibilidade de falência, e não para fins de gestão de investimentos – por isso, sua participação se mantém pequena (EHLERS; KONG; ZHU, 2018, p. 17).

Através desses instrumentos, os bancos chineses disfarçam a concessão de empréstimos de risco como “investimentos”, de forma a escapar das regulações existentes. Isso é feito através da canalização de parte substancial dos fundos levantados pelos WMPs emitidos para outras instituições - como companhias de gestão de ativos, corretoras de valores mobiliários, e especialmente companhias fiduciárias – que então concedem empréstimos a empresas. No balanço dos bancos, os ativos que estes detêm nesses terceiros aparecem como “contas a receber de investimentos” ou “contas a receber de dívidas”, e não empréstimos (YANG; WILDAU, 2016).

No caso de cooperação entre bancos e companhias fiduciárias, como as transferências diretas de empréstimos para essas empresas são proibidas, a operação se dá da seguinte forma: a companhia emite um *trust product* com o empréstimo do banco como ativo subjacente. Depois, ela emite um *trust beneficiary right* (TBR) sobre o *trust product*, o qual o banco compra. Um TBR é uma forma simples de transação de derivativos em que o comprador deste (nesse caso, o banco) recebe a totalidade ou uma parte declarada dos retornos acumulados de um *trust*. Dessa forma, a operação é classificada como TBR no balanço do banco, e não como um empréstimo (ELLIOTT; KROEBER; QIAO, 2015, 8; EHLERS; KONG; ZHU, 2018, p. 20).

No final de 2016, a cooperação entre bancos e companhias fiduciárias forneceu 23,5% do financiamento para *trust products*. Isso contribuiu para aumentar o risco de liquidez, dada à incompatibilidade nas maturidades de WMPs e *trust products* (os primeiros têm maturidade muito curta quando comparados aos últimos) (EHLERS; KONG; ZHU, 2018, p. 17). Por isso, as regulamentações relacionadas a essas operações se tornaram mais rígidas nos últimos anos. Os bancos foram obrigados a trazer os WMPs da cooperação com as companhias fiduciárias de volta aos seus balanços; e os requerimentos de capital para essas companhias aumentaram (SUN, 2019, p. 11).

II.3.2.2 Instrumentos de acesso a crédito

Do âmbito dos tomadores de recursos, *trust loans* e *entrusted loans* respondem pela maior parte do crédito “sombra” aos tomadores finais. Os empréstimos fiduciários (*trust loans*), semelhantes aos empréstimos bancários, mas concedidos por empresas fiduciárias, e financiados por WMPs ou investidores institucionais ou individuais, têm tradicionalmente servido a importante função de fornecer crédito para empresas novas e menores e para projetos de alto risco (EHLERS; KONG; ZHU, 2018, p. 22).

Já os empréstimos intercompanhias intermediados por um banco (*entrusted loans*) são empréstimos feitos entre empresas, usando um banco como intermediário, já que empresas não financeiras são proibidas de fornecer empréstimos diretamente umas para as outras na China. O banco recebe uma taxa por seu serviço, mas não assume o risco do investimento. Os *entrusted loans* eram o maior componente do setor bancário paralelo até 2014, e agora estão em 2º lugar, atrás dos WMPs (ALLEN *et al.*, 2019, p. 18)

Segundo Allen *et al.* (2019, p. 19-40), esses empréstimos são uma reação do mercado à escassez de crédito na economia, permitindo que grandes empresas listadas publicamente ou empresas estatais com fácil acesso a crédito obtenham maiores retornos em suas poupanças ao canalizá-las para pequenas e médias empresas, menos privilegiadas nesse aspecto. Os autores também identificaram que a maior parte desses empréstimos ocorria entre partes afiliadas (isto é, entre uma empresa-mãe e uma subsidiária; entre um cliente e um fornecedor; ou entre parceiros de negócios de uma *joint-venture*).

Outras instituições importantes ligadas ao acesso a crédito no *shadow banking* chinês são as companhias de microfinanças - firmas financeiras autorizadas a emprestar pequenos recursos para encorajar o acesso a crédito de tomadores de empréstimos pequenos e rurais – e pequenos credores privados que fornecem crédito de forma informal. Esse é o caso das lojas de penhores, que são importantes credores para algumas famílias e pequenas empresas; e de outros tipos de credores que operam informalmente, incluindo parentes, amigos e associações de bairro. Nesse aspecto, também são incluídas atividades de empréstimo ilegais. É difícil obter dados sobre o total de empréstimos de canais informais ou ilegais, por razões óbvias, mas não se acredita que seja uma alta porcentagem do *shadow banking* (ELLIOTT; KROEBER; QIAO, 2015, p. 7-8).

Há uma discussão na literatura se as garantias bancárias (*bankers' acceptances*) fazem parte do sistema bancário paralelo chinês ou não. Estas consistem em certificados emitidos por bancos, em que o banco garante que o depositante pagará um determinado valor a um terceiro em uma data específica. Normalmente, são utilizadas para apoiar transações comerciais, como compras de estoque, e possuem um depósito como colateral. Se o depositante não puder pagar ao terceiro e este precisar sacar a garantia do banco, a garantia é descontada, passa a ser de responsabilidade do banco emissor e a constar em seu balanço. Nesse caso, o banco assume o risco e é obrigado a pagar a quantia devida à terceira parte. Porém, se o depositante não precisar recorrer à garantia bancária, esta não é descontada, e, portanto, não aparece no balanço patrimonial do banco emissor (ELLIOTT; KROEBER; QIAO, 2015, p. 7; HACHEM; 2018, p. 7; ALLEN; GU, 2020, p. 5).

As garantias bancárias podem desempenhar um papel facilitador no sistema bancário paralelo, pois fornecem meios de pagamento garantidos pelo banco e, portanto, confiáveis, que podem ser usados pelo depositante para uma ampla gama de transações. Dessa forma, podem servir de elo entre os setores formal e “sombra” da economia. Contudo, há o risco de todas serem descontadas ao mesmo tempo, o que drenaria a liquidez do setor bancário chinês. Como as regulações sobre o uso de garantias bancárias se tornaram mais rígidas, o volume destas se reduziu substancialmente nos últimos anos (EHLERS; KONG; ZHU, 2018, p. 22; HACHEM, 2018, p. 7).

Certos instrumentos financeiros digitais (*internet finance*) também fazem parte do sistema bancário paralelo chinês. Esses instrumentos começaram a crescer em 2013, quando grandes empresas digitais chinesas se moveram para oferecer serviços financeiros. O grupo de varejo digital Alibaba lançou a Yu'E Bao, uma carteira eletrônica, a empresa Sina (criadora da rede social Weibo) lançou o Microbank, a Tencent (plataforma de serviços de internet) criou o serviço de pagamentos online Wechat e a Baidu (plataforma de pesquisa) começou a vender produtos de gestão de fortunas online. Com isso, o setor de serviços financeiros digitais na China cresceu a taxas de dois dígitos em termos de ativos, clientes e volumes de transações ao longo dos últimos anos (GRUIN; KNAACK, 2017, p. 12).

Apesar de nem todo serviço financeiro digital ser considerado parte do *shadow banking* chinês, pode-se dizer que eles cobrem um universo amplamente sobreposto de serviços financeiros não bancários. Para Sheng e Soon (2016, 171 *apud* GRUIN; KNAACK 2017, p. 14), as atividades bancárias paralelas têm se tornado cada vez mais digitalizadas na China, permitindo operações de baixo custo com maior alcance geográfico e de mercado. O

exemplo mais emblemático disso foi a criação de *peer-to-peer lending* (P2P), um método de financiamento de dívidas online que conectava diretamente tomadores de empréstimos, sejam estes indivíduos ou empresas, a emprestadores/depositantes. A indústria chinesa de empréstimos P2P cresceu rapidamente entre 2011 e 2015, porém, começaram a surgir diversos casos de proprietários de P2P fugindo com o dinheiro investido, e de tomadores de empréstimos perdendo economias devido às altas taxas de juros cobradas nas operações. Estatísticas divulgadas pela CBRC em 2016 mostraram que cerca de 40% das plataformas de empréstimos P2P eram esquemas de pirâmide (GOPALAN, 2019; HOLMES, 2019).

Diante dessa situação, no final de 2017, o governo chinês exigiu dos credores P2P que solicitassem licenças para justificar suas operações. Muitos se inscreveram, mas nenhum as recebeu. Cerca de 1.200 plataformas fecharam nos primeiros nove meses de 2019 (GOPALAN, 2019). Em novembro de 2019, estabeleceu-se que todas as plataformas de empréstimo P2P chinesas deveriam ser transformadas em pequenas instituições provedoras de empréstimos (sujeitas a fortes regulações) em até dois anos, indicando que a indústria estaria caminhando para seu fim (LENG; THAM, 2019). Porém, os demais instrumentos financeiros digitais continuam crescendo no país.

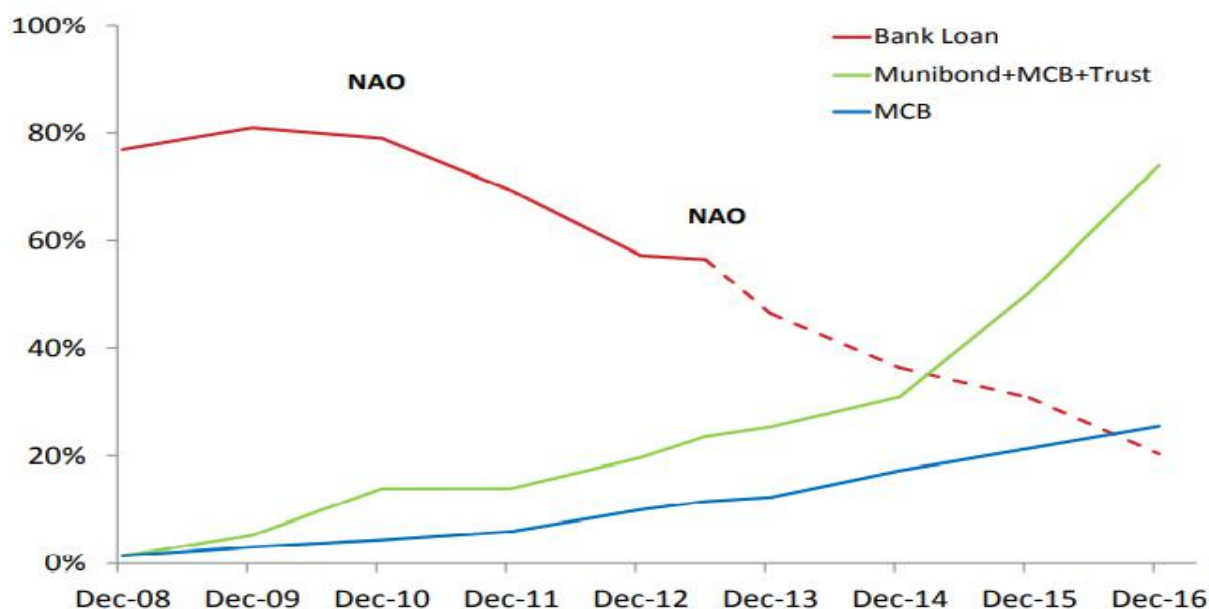
II.3.3 A relação entre os LGFVs e o sistema bancário paralelo chinês

Como mostrado na seção II.3.1, o programa de estímulo fiscal de RMB 4 trilhões foi um dos principais fatores que impulsionou o crescimento do sistema bancário paralelo na China na década de 2010. Os empréstimos bancários assumidos em 2009 pelos governos locais através de LGFVs se tornaram uma grande dívida, e por isso, muitos economistas alertaram sobre a solvência dos governos locais chineses (CHEN; HE; LIU, 2020).

No passivo dos governos locais, constam empréstimos bancários, mas também obrigações de dívida não bancárias, tais como títulos corporativos municipais (*municipal corporate bonds* – MCBs), *trust loans* e *munibonds*. Os MCBs são títulos emitidos por meio de LGFVs, e por isso, são considerados títulos corporativos. Por outro lado, eles têm garantias implícitas dos governos locais correspondentes, e, portanto, desfrutam da segurança extra dos títulos governamentais típicos. Já os *munibonds* são os títulos municipais "oficiais", emitidos pelos próprios governos locais (CHEN; HE; LIU, 2020).

A figura 2 abaixo, retirada do texto de Chen, He e Liu (2020) mostra a evolução da composição do endividamento dos governos locais. A linha vermelha se refere aos empréstimos bancários; a linha verde, às dívidas não bancárias (soma dos MCBs, *munibonds* e *trust loans*); e a linha azul mostra apenas os MCBs. Nota-se uma clara mudança na composição da dívida a partir de 2012: a parcela de empréstimos bancários se reduz, dando espaço para as dívidas não bancárias. A fração de MCBs, *munibonds* e *trust loans* subiu de 14% em 2010 para 24% em meados de 2013, e cresceu para mais de 50% após 2015 - mostrando que os governos locais passaram a buscar cada vez mais financiamento fora do sistema bancário formal (CHEN; HE; LIU, 2020).

Figura 2 – Composição da dívida dos governos locais, em percentual (2008-2016)

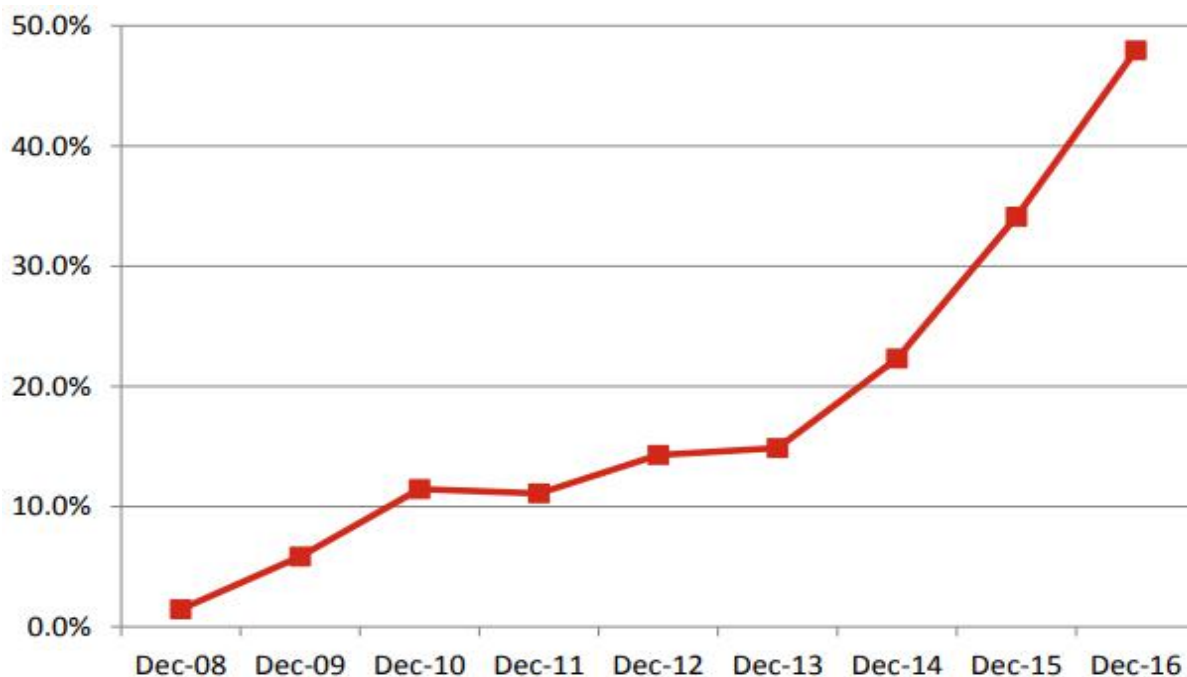


Extraído de: CHEN; HE; LIU, 2020.

Nota: (1) Após 2013, os empréstimos bancários dos LGFV (linha vermelha) são indicados por uma linha tracejada; pois a partir deste ano, os dados consistem em estimativas dos autores baseadas nos dados disponíveis do China Construction Bank, e, portanto, são menos precisos.

Chen, He e Liu (2020) argumentam que o crescimento desse endividamento não bancário dos governos locais, principalmente através de MCBs, vem se tornando uma parcela cada vez maior no total do setor bancário paralelo chinês. A figura 3 abaixo mostra o balanço da dívida não bancária dos governos locais (soma dos MCBs, *munibonds* e *trust loans*) como proporção do balanço do *shadow banking system* chinês, de 2008 a 2016. Segundo dados dos autores, essa proporção aumentou de 1,5% em 2008 para 48% em 2016, evidenciando uma forte relação entre o endividamento desses governos e o setor bancário paralelo chinês.

Figura 3 – Proporção da dívida não bancária dos governos locais em relação ao setor bancário sombra chinês (2008-2016)



Extraído de: CHEN; HE; LIU, 2020.

Nota: (1) O setor bancário sombra é representado por três itens do TSF, a partir de dados do PBOC, incluindo *trust loans*, empréstimos intercompanhias intermediados por um banco, garantias bancárias não descontadas e títulos corporativos.

Os autores apontam que essa conexão se dá majoritariamente por meio de WMPs. Os bancos comerciais “escapam” das regulações, canalizando fundos dos WMPs emitidos para o mercado interbancário de títulos corporativos – especialmente comprando MCBs. De acordo com dados do China Banking Wealth Management Registration System, aproximadamente 40% dos MCBs (RMB 1,6 trilhão) foram comprados por WMPs no final de 2014, e em 2016, este número cresceu para 62% (RMB 4,2 trilhões)²¹ (CHEN; HE; LIU, 2020).

Este processo de canalização de recursos dos bancos comerciais frequentemente envolve a participação de companhias fiduciárias como intermediárias: muitas delas mantêm MCBs – emitidos por LGFVs e que apoiam projetos de infraestrutura de longo prazo - e ao

²¹ Esses números provavelmente representam uma subestimação da extensão em que os WMPs investem em MCBs, porque antes do aperto regulatório em 2017, era comum usar WMPs para financiar os chamados planos de gerenciamento de ativos (*asset management plans* - AMPs). Esses AMPs - que são essencialmente um tipo de veículo semelhante aos veículos para fins especiais (SPVs), populares nos EUA antes da crise financeira de 2008 - provavelmente investiam pesadamente em MCBs. O relatório anual dos LGFVs não contabiliza os investimentos de WMPs em MCBs através de AMPs ou *trusts* e, portanto, introduz um viés de baixa para a estimativa (CHEN; HE; LIU, 2020).

mesmo tempo são financiadas por WMPs emitidos por bancos – sendo estes importantes veículos de poupança para os domicílios chineses. Neste sentido, o endividamento dos governos locais, principalmente através dos MCBs, alimenta o crescimento de WMPs e da indústria de companhias fiduciárias na China (CHEN; HE; LIU, 2020).

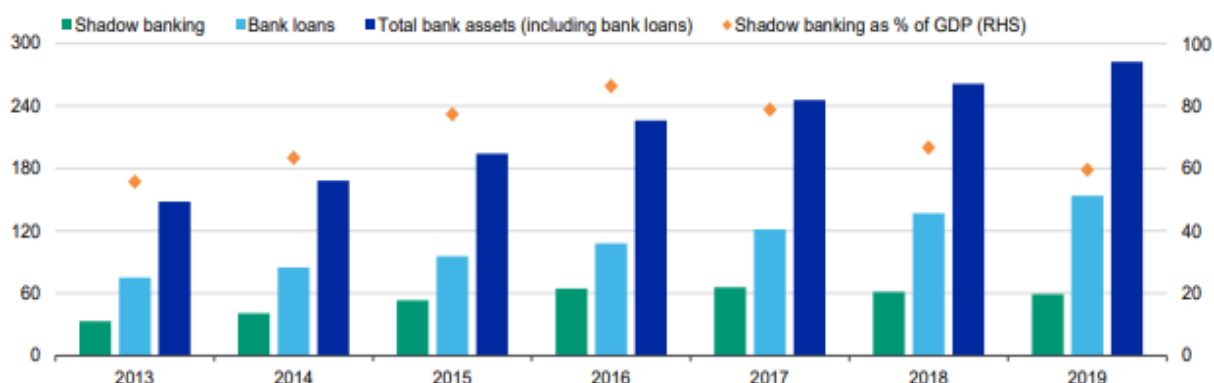
Portanto, o argumento dos autores é que o programa de estímulo fiscal adotado pelo governo chinês em 2009 ocasionou um aumento do endividamento dos governos locais, que impulsionou simultaneamente o setor bancário sombra e o mercado de títulos corporativos no país. Por esse motivo, os autores consideram esse mercado como parte componente do *shadow banking system* chinês. (CHEN; HE; LIU, 2020).

II.3.4 Retrato atual do sistema bancário paralelo na China

Com base nos instrumentos de expansão financeira descritos anteriormente, podemos analisar a evolução do *shadow banking* chinês nos últimos anos, em comparação ao setor bancário formal. Nesse sentido, a figura 4 retrata a evolução (em RMB trilhões, eixo esquerdo) dos ativos do *shadow banking* (coluna verde), dos empréstimos bancários (coluna azul clara) e do total de ativos bancários na China (coluna azul escura), de 2013 a 2019, segundo estimativas do Moody's. Também mostra o *shadow banking* enquanto proporção (% , eixo direito) do PIB nominal chinês para cada um dos anos (ponto laranja).

Nota-se que, enquanto os empréstimos bancários se mantiveram em rápida trajetória de crescimento durante todo o período analisado, os ativos do *shadow banking* cresceram gradualmente até 2017, e após disso, começaram a se retrair - RMB 4,3 trilhões em 2018 e RMB 2,3 trilhões em 2019. Em 2019, o total de ativos do *shadow banking system* registrou RMB 59,0 trilhões, o nível mais baixo desde o final de 2016. Expressos como proporção do PIB nominal, estes caíram de um pico de 86% em 2016 para 67% em 2018 e 60% no ano seguinte (MOODY'S, 2020, p. 7).

Figura 4 – Evolução dos ativos bancários chineses: *shadow banking* e empréstimos bancários (2013-2019)



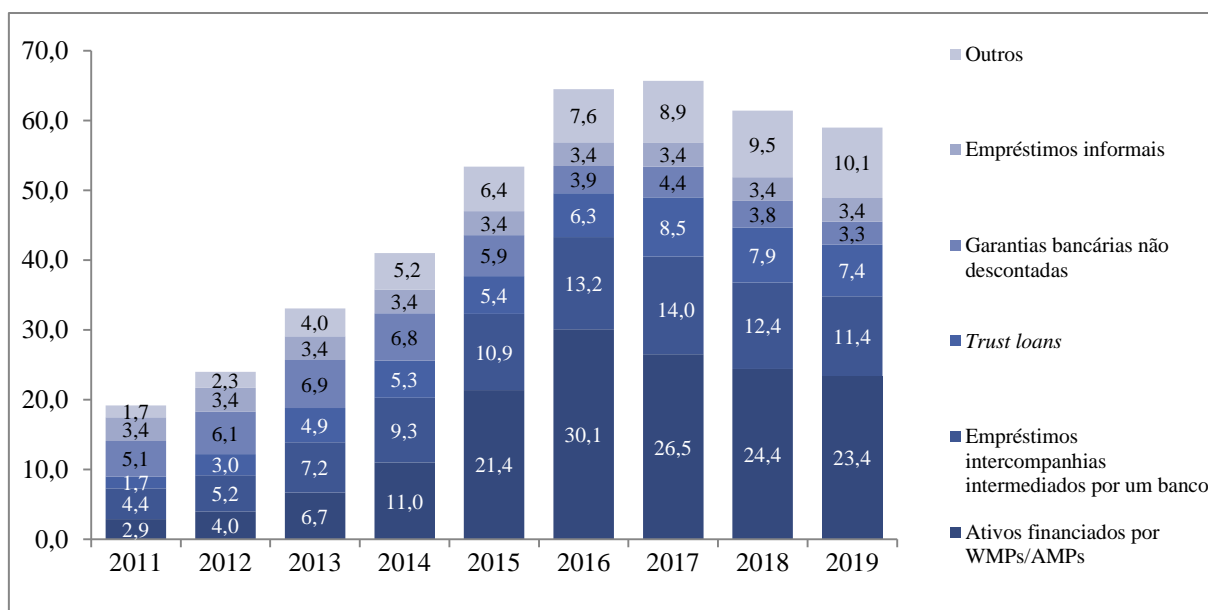
Extraído de: MOODY'S, 2020, p. 7.

Nota: (1) A definição de shadow banking do Moody's inclui: empréstimos intercompanhias intermediados por um banco, trust loans, garantias bancárias não descontadas, ativos financiados por WMPs, empréstimos de empresas financeiras, empréstimos informais, entre outros.

Essa contração parece ser resultado da adoção de regras mais rígidas e da maior fiscalização do setor bancário paralelo, por parte do governo chinês, em 2017. Entre as novas regras estabelecidas, constavam: o retorno de *trust funds* e *entrusted loans* aos balanços dos bancos; restrições na escala de emissão de WMPs; proibição aos governos locais de expandirem continuamente suas dívidas; e restrições a concessão de financiamento (via empréstimos ou outros instrumentos financeiros) a empresas imobiliárias e/ou com excesso de capacidade (SUN, 2019, p. 29)

Podemos analisar o impacto da maior regulação em cada componente do *shadow banking* no gráfico 3 abaixo. Os ativos financiados por WMPs e *assets management plans* (AMPs), que foram o foco inicial da adoção de regras mais rígidas para fiscalização do setor bancário paralelo em 2017, continuam sendo o maior componente deste; mas sofreram declínios de RMB 2,1 trilhões em 2018 e RMB 1,0 trilhão em 2019. Já a soma dos *trust loans*, dos empréstimos intercompanhias intermediados por um banco e das garantias bancárias – definição de *shadow banking* considerada pelo Moody's – sofreu uma redução de RMB 1,8 trilhão em 2019, em comparação com o declínio de RMB 2,9 trilhões no ano anterior (MOODY'S, 2020, p. 14).

Gráfico 3 – Evolução dos componentes do setor bancário sombra chinês, em RMB trilhões (2011-2019)



Fonte: MOODY'S, 2016, p. 13; 2020, p. 13.

Notas: (1) Assume-se que a categoria de “empréstimos informais” não sofreu mudanças desde 2011 devido à escassez de dados posteriores. Os dados utilizados são provenientes de uma pesquisa realizada pelo PBOC em maio de 2011 com 6.615 tomadores de empréstimos corporativos.

(2) Na categoria “Outros”, são incluídos: *leasing* financeiro, microcrédito, empréstimos de loja de penhores, empréstimos P2P, títulos garantidos por ativos e empresas de crédito ao consumidor.

Portanto, a maior regulação por parte do governo chinês aparenta estar reduzindo o volume de atividades ligadas ao *shadow banking system* no país. No entanto, o setor bancário paralelo continua sendo um componente importante na economia chinesa, por suas fortes ligações com o setor financeiro formal e o lado real da economia. Como visto nessa seção, recursos de WMPs são canalizados para financiar projetos de infraestrutura, empreendimentos imobiliários, pequenas e médias empresas, governos locais, para pagar empréstimos bancários e adquirir ativos securitizados pelos bancos, possibilitando a exclusão dos seus balanços, entre outros. Algumas empresas tomam crédito, simultaneamente, nos bancos e no sistema bancário paralelo. Assim, o sistema bancário paralelo constitui uma fonte de recursos para os investimentos bancários, e vice-versa (CINTRA; FILHO, 2015, p. 460-461).

Por isso, é importante destacar que os credores privados respondem por apenas uma pequena proporção do sistema bancário paralelo, e o papel dos investidores ou instituições financeiras estrangeiras é desprezível. A maioria das atividades é realizada por bancos comerciais, especialmente os bancos de capital misto e os bancos comerciais das cidades. São eles que emitem instrumentos essenciais, como *wealth management products*, e canalizam

seus rendimentos para outras entidades não bancárias e participantes do *shadow banking*, como companhias fiduciárias (*trust companies*). Dado esse papel central dos bancos, o sistema bancário paralelo na China é muitas vezes apelidado de "sombra dos bancos", em oposição a uma forma de intermediação financeira baseada no mercado de capitais, como o caso dos Estados Unidos (EHLERS; KONG; ZHU, 2018, p. 9).

Uma questão bastante debatida é se esse setor pode ser considerado uma fonte de instabilidade financeira no país. Como várias instituições do *shadow banking system* captam recursos de curto prazo para financiar projetos de médio e longo prazo, o menor "colchão" de liquidez e a ausência de um acesso direto aos empréstimos de última instância do PBOC por parte dessas instituições, poderiam desencadear problemas de liquidez (CINTRA; FILHO, 2015, p. 459-460).

Além disso, como são os aplicadores que assumem os riscos em caso de falência, os bancos, companhias fiduciárias e os gestores dos fundos de investimento podem reduzir a necessidade de monitorar a qualidade dos projetos de investimento financiados. Por outro lado, os aplicadores já antecipam uma proteção implícita, seja do governo ou dos bancos, em caso de falência de um empreendimento. Se há proteção aos investidores, provavelmente, os bancos teriam que recolocar em seus balanços muitas operações que eram mantidas fora, o que "contaminaria" o setor bancário formal (CINTRA; FILHO, 2015, p. 460).

Contudo, alguns fatores contribuem para reduzir a possibilidade de risco sistêmico. É importante lembrar que a maior parte do "crédito sombra" consiste em empréstimos diretos; e o principal objetivo é satisfazer a demanda normal por crédito que não pode ser atendida através do sistema bancário formal, devido às rígidas regulações. O risco de financiamento é reduzido pelo fato de que, em conjunto, as exposições do setor financeiro são mais ou menos totalmente cobertas por depósitos bancários das famílias e empresas (ELLIOTT; KROEBER; QIAO, 2015, p. 21).

Além disso, a existência de controles sobre a conta financeira do balanço de pagamentos, e o fato de que o estoque de crédito é denominado em renminbi tornam improvável uma fuga de capital e/ou uma crise financeira (CINTRA; FILHO, 2015, p. 461-462). Esses mecanismos de restrição à financeirização no país serão detalhados a seguir.

III A CAMINHO DE UMA FINANCEIRIZAÇÃO NA CHINA?

O objetivo desse capítulo é analisar se a expansão financeira chinesa pode ser entendida como financeirização, nos termos de Lapavitsas, Fine e Braga. Esse diagnóstico é feito a partir de três tendências que geralmente caracterizam o fenômeno da financeirização, segundo os autores: o processo de expropriação financeira, a “financeirização” de empresas não financeiras, e o aumento da participação estrangeira. Cada tendência é analisada separadamente em uma seção. Por fim, a quarta seção aborda como os controles de capitais funcionam como um freio à financeirização chinesa, detalhando as pressões favoráveis e contrárias a sua manutenção.

III.1 EXPROPRIAÇÃO FINANCEIRA

Como visto no capítulo I, para Lapavitsas (2011, p. 620; 2013, p. 800), um dos elementos mais significativos da financeirização é o processo de expropriação financeira, isto é, a canalização sistemática de parte da renda familiar para os mercados financeiros. Como consequência de uma estagnação dos salários reais e do recuo na provisão pública de bens e serviços essenciais, verifica-se então um maior envolvimento das famílias no setor financeiro, como detentoras de ativo e/ou devedoras. Portanto, é necessário analisar a posse de ativos financeiros e o endividamento das famílias na China.

Lu, Guo e Gan (2020, p. 6) utilizam os dados de 40.000 famílias, obtidos através da China Household Finance Survey (CHFS) de 2017, para analisar a composição dos ativos das famílias chinesas. Do total de ativos, 73,5% são ligados à habitação; 11,3% são ativos financeiros; 6,7%, ativos industriais e comerciais; e 8,4%, outros ativos, tais como bens duráveis e de luxo. Para efeito de comparação, as famílias estadunidenses mantinham em 2016²², 34,6% dos seus ativos em habitações; 42,6% em ativos financeiros; 19,6% em ativos industriais e comerciais; e 3,3% em outros ativos.

O PBOC também realizou uma pesquisa em outubro de 2019, com mais de 30.000 famílias, para analisar a composição dos ativos das famílias urbanas chinesas. O total de ativos médios das famílias urbanas chinesas foi de RMB 3,179 milhões, e quase 70% destes consistiam em ativos físicos e de habitação. A proporção de ativos financeiros era

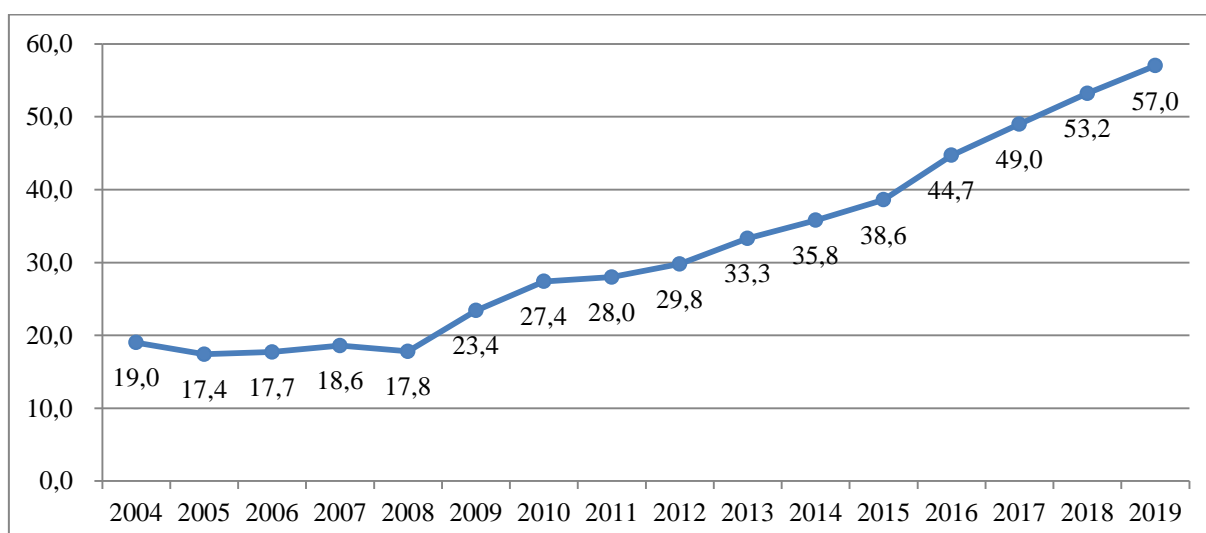
²² Os dados são do Survey of Consumer Finances (SCF), de 2016 (LU; GUO; GAN, 2020, p. 5).

relativamente baixa – de apenas 20,4% - e as famílias optavam por ativos financeiros de menor risco, como depósitos bancários e *wealth management products*. De acordo com a pesquisa, 96% das famílias chinesas residentes na área urbana eram proprietárias de pelo menos uma casa – um número impressionante se comparado com a maioria das economias desenvolvidas (aproximadamente 60%), e mais especificamente, os Estados Unidos (65,1%) (AVERAGE..., 2020).

Diante desses dados, é possível afirmar que o aspecto da financeirização descrito por Lapavitsas – de maior posse de ativos financeiros por parte das famílias - não caracteriza a situação atual do país, já que claramente o maior investimento destas é a compra de imóveis. No entanto, cabe analisar a evolução recente do endividamento das famílias chinesas.

De acordo com o analista da Bloomberg Intelligence, Matthew Phan, a dívida das famílias chinesas apresentou um acelerado crescimento nos últimos dez anos, atingindo 57% do PIB no terceiro trimestre de 2019, mais do que o dobro registrado em 2010 (27%). A evolução dessa dívida entre 2004 e 2019 pode ser vista no gráfico 4. Como porcentagem da renda disponível, a dívida das famílias passou de 93,4% em 2017, para 99,9% em 2018, de acordo com o PBOC (GOPALAN, 2019).

Gráfico 4 – Dívida das famílias chinesas como percentual do PIB (2004-2019)



Fonte: GOPALAN, 2019.

Nota: (1) Os dados de 2004 a 2018 foram registrados no último dia do ano de cada um. O de 2019 foi registrado no 3º trimestre do ano.

Segundo dados de 2018 do Bank of America, a maior parte dessa dívida é composta por empréstimos hipotecários (52,2%) – portanto, vinculada a algum tipo de garantia; seguida de empréstimos de operação doméstica (20,5%) e gastos com cartões de crédito (14,1%). Os outros empréstimos para consumo registraram 7,5%, enquanto os empréstimos para compra de automóveis e outros empréstimos não bancários registraram o mesmo valor (2,8%, cada) (GOPALAN, 2019).

Como os imóveis são os ativos de maior posse das famílias chinesas, é coerente que o maior componente do endividamento destas consista em gastos com hipoteca. De acordo com Hays (2018, p. 3), isso está relacionado ao *boom* do mercado imobiliário chinês a partir de 2015, em que o crescimento dos preços tornou menos acessível à compra de casas por tomadores de empréstimos de baixa renda. Assim, muitas famílias tiveram que assumir maiores hipotecas e enfrentaram pagamentos iniciais mais elevados. O PBOC estima que a dívida hipotecária chinesa praticamente triplicou em cinco anos, passando de RMB 11,5 trilhões, no final de 2014, para 30,1 trilhões, em 2019 (WRIGHT; FENG, 2020).

Outro fator que contribuiu para o aumento do endividamento das famílias com hipotecas foi o aumento da repressão regulatória aos instrumentos do *shadow banking* em 2017. Os reguladores pressionaram os bancos a trazerem de volta para seus balanços os ativos, reduzindo assim suas margens de juros líquidas. Isso encorajou aos bancos a aumentarem o crédito às famílias, uma vez que as taxas de juros das hipotecas eram maiores que às taxas de crédito às empresas, em particular às SOEs e aos LGFVs. Como resultado, os empréstimos às famílias superaram os empréstimos às corporações durante os seis trimestres mais intensos da campanha de desalavancagem (terceiro trimestre de 2017 ao quarto trimestre de 2018) (WRIGHT; FENG, 2020).

No entanto, a questão do aumento das hipotecas na China parece se distinguir do contexto estadunidense da crise financeira de 2008 – que é o maior exemplo do fenômeno de expropriação financeira descrito por Lapavitsas. Cerca de 90% das novas casas na China são compradas por proprietários-ocupantes (não especuladores) que são obrigados a pagar um mínimo de 20% em dinheiro para receber uma hipoteca, e muitos colocam 30% em dinheiro ou mais. Esse número é muito acima da mediana do pagamento em dinheiro dos Estados Unidos de 2% do preço de compra em 2006. Diferentemente do setor financeiro estadunidense em 2008, não há hipotecas *subprime* e nem títulos lastreados em hipotecas. Não há securitização secundária, portanto, nenhuma obrigação de dívida ou empréstimos

colateralizados. A maioria das hipotecas é mantida até o vencimento pelo banco emissor, aumentando o incentivo para uma maior fiscalização sobre os mutuários (ROTHMAN, 2019).

Soma-se a isso, o esforço de controle do *boom* imobiliário por parte do governo chinês, ao aumentar os pagamentos das compras, limitar os preços das novas casas e pressionar os bancos a restringirem os empréstimos hipotecários (GOPALAN, 2019). Todos esses aspectos não se assemelham à situação descrita por Lapavitsas.

Contudo, é importante ressaltar um componente que vem crescendo na dívida das famílias chinesas: gastos com cartão de crédito. Os empréstimos com cartão de crédito na China aumentaram 87% desde o final de 2016, e as linhas de crédito disponíveis totalizaram RMB 17,4 trilhões (US\$ 2,5 trilhões). No final de 2019, o endividamento com cartão de crédito na China registrou RMB 7,59 trilhões (US\$ 1,09 trilhão), em comparação com os US\$ 927 bilhões nos Estados Unidos (WRIGHT; FENG, 2020).

Para a Bloomberg, esse maior endividamento das famílias chinesas está relacionado a uma nova geração de chineses (chamada de “Geração Z”). Estes, nascidos entre a metade da década de 1990 e início dos anos 2000, estariam dispostos a consumir mais que seus pais e a fazerem mais dívidas, o que é possibilitado pelo crescimento das plataformas digitais de crédito no país (GOPALAN, 2019).

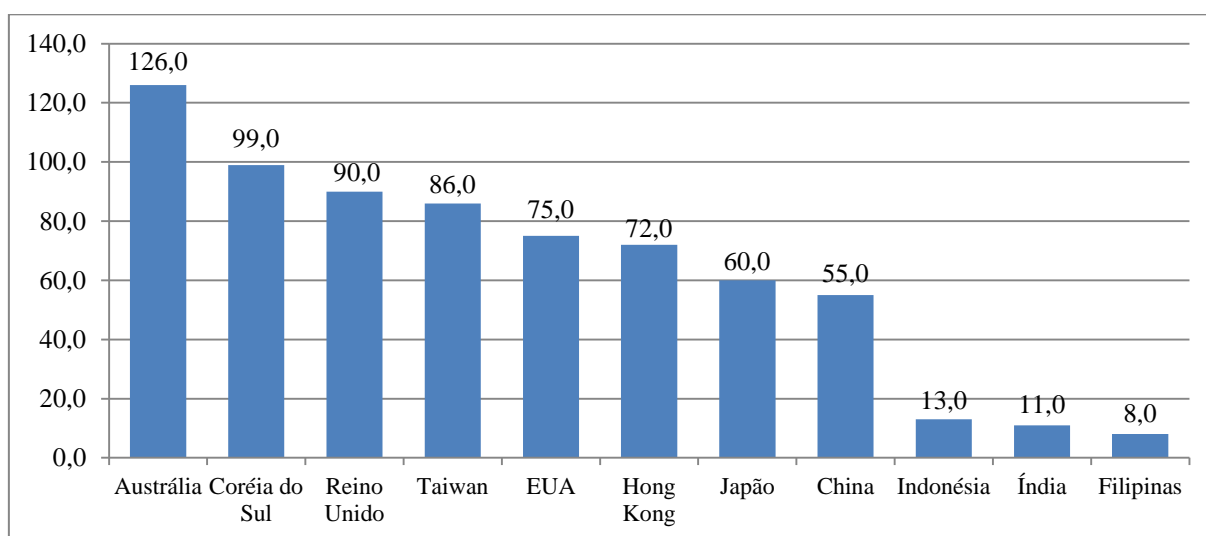
China's Generation Z, born from the mid-1990s to the early 2000s, has taken to debt in a way their more-frugal parents didn't. They have little income and therefore virtually no credit history. It doesn't matter, because they have had access to a whole range of online banks, fintech startups and peer-to-peer lenders, some of which charge exorbitantly high interest rates (GOPALAN, 2019).

Com base nessas informações, é possível notar que a tendência de expropriação financeira não se encaixa completamente com o contexto atual chinês. O maior endividamento das famílias não parece estar ligado a um movimento de retração de bens e serviços providos pelo Estado, e muito menos a uma queda dos salários reais. Na verdade, Han *et al.* (2019, p. 4) afirmam que parte do aumento das dívidas das famílias pode estar relacionado ao aumento da renda na China, que, associado ao recente desenvolvimento do mercado financeiro no país e a maior inclusão financeira (especialmente através dos novos instrumentos de finanças digitais), ocasionaram o crescimento da disponibilidade de crédito para as famílias, e conseqüentemente, a normalização do crédito para consumo na China.

Ademais, a chance de haver risco sistêmico relacionado a esse endividamento é bastante reduzida, já que mais da metade da dívida das famílias está vinculada a alguma

garantia ou colateral, como no caso de empréstimos para habitação ou automóveis. E, situado em um contexto global, os níveis da dívida chinesa parecem moderados. De acordo com o Bank of America, a dívida das famílias chinesas como proporção do PIB está bem abaixo dos níveis de países como Austrália (126%), Coreia do Sul (99%) e Estados Unidos (75%), como se pode observar no gráfico 5 (GOPALAN, 2019).

Gráfico 5 – Endividamento das famílias como percentual do PIB, comparação entre países (2018)



Fonte: BANK OF AMERICA, 2018 *apud* GOPALAN, 2019.

Nota: (1) Segundo o Bank of America, a dívida das famílias chinesas era de 55% do PIB em 2018; se diferenciando do dado da Bloomberg exposto no gráfico anterior, de 53,5%.

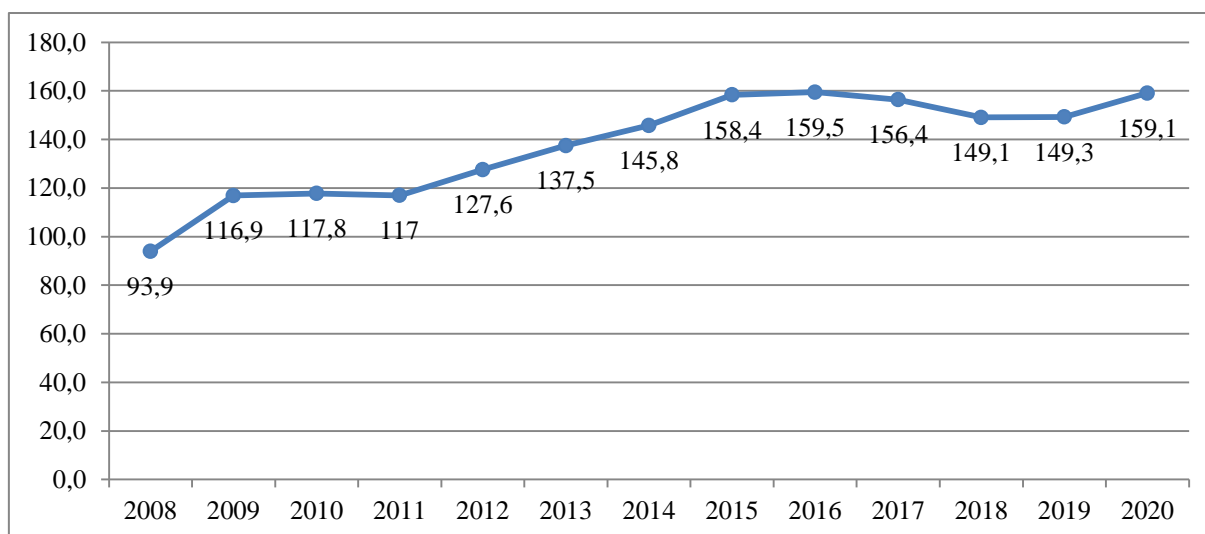
Contudo, é inegável o crescimento do envolvimento das famílias chinesas com o setor financeiro nos últimos anos. Ainda não é possível afirmar o andamento de um processo de expropriação financeira no país, no entanto, o crescimento das dívidas com hipotecas e cartões de crédito poderiam configurar aberturas para um processo eminente de financeirização, caso sejam utilizados de forma compensatória para manutenção do nível de consumo, diante de uma eventual retração na renda disponível das famílias. Por outro lado, o que se percebe é uma clara tentativa do governo chinês de conter essas “possíveis aberturas” – como visto nas ações de extinguir as plataformas P2P e de controlar o *boom* do mercado imobiliário. Essa dinâmica entre aberturas de canais para um processo de financeirização e repressão governamental a esses canais, através das regulações, também é perceptível nas análises a seguir.

III.2 “FINANCEIRIZAÇÃO” DAS EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS

Outro ponto importante do processo de financeirização, destacado por Braga e Lapavitsas, é a maior participação de empresas não financeiras no setor financeiro, seja buscando financiamento (através da emissão de títulos e ações, reduzindo assim a dependência de empréstimos bancários), como também se envolvendo em negociações de ativos financeiros, através de departamentos ou “braços” criados internamente nas empresas para lidar com operações financeiras e *trading*. Assim, os lucros dessas empresas envolveriam tanto ganhos operacionais quanto não operacionais, tornando impossível a diferenciação entre capital produtivo e capital financeiro (LAPAVITSAS, 2009, p. 146; BRAGA *et al.*, 2017, p. 836-837). Fine aponta que essa expansão das atividades e instrumentos financeiros ocorre em detrimento dos investimentos produtivos das empresas (BAYLISS; FINE; ROBERTSON, 2017).

Analisando o financiamento das corporações não financeiras chinesas, observa-se que, como reflexo do programa de estímulo fiscal adotado após a crise financeira global de 2008, o crédito a essas empresas cresceu de forma acelerada, saindo de 93,9% em 2008 para 159,1% do PIB em 2020. Dessa forma, a razão entre dívida corporativa e PIB na China é uma das maiores do mundo – superando países como Estados Unidos (74,9%, no final de 2019) e Japão (103,9%, *idem*) (BIS, 2020). Estima-se que 2/3 dessa dívida corporativa chinesa consistem em empréstimos concedidos pelos bancos estatais às SOEs, especialmente as empresas ligadas ao setor de construção e ao setor imobiliário (ROTHMAN, 2019).

Gráfico 6 – Crédito a empresas não financeiras chinesas como percentual do PIB, dívida principal (2008-2020)



Fonte: BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS), 2020.

Nota: (1) Os dados de 2008 a 2019 se referem ao 4º trimestre de cada ano, enquanto o de 2020 se refere ao 1º trimestre do ano.

Esses dados acerca da composição do crédito podem ser corroborados através da análise do conceito de financiamento social total (*total social financing* - TSF), que é usado pelo governo chinês para medir a quantidade total de fundos que a economia real obtém de todo o sistema financeiro durante um determinado período de tempo. O TSF incorpora empréstimos bancários em moeda local e em moeda estrangeira, emissões de títulos corporativos (*corporate bond financing*), e emissão de ações por empresas não financeiras (*nonfinancial enterprise equity financing*). Também são incluídas formas de intermediação financeira identificadas com o sistema bancário paralelo, como garantias bancárias, empréstimos fiduciários, e empréstimos intercompanhias intermediados por um banco. Em dezembro de 2019, o PBOC passou a acrescentar também títulos do governo e de governos locais. Não são consideradas entradas de fundos estrangeiros, como fundos pendentes para câmbio ou investimentos estrangeiros diretos (CINTRA; FILHO, 2015, p. 441; TOTAL..., 2020).

De acordo com as estatísticas mais recentes do PBOC (2020), o financiamento social total atingiu RMB 251,31 trilhões no final de 2019, um aumento de 10,7% em relação ao ano anterior. Os empréstimos bancários em renminbi responderam por 60,3% do total (RMB 151,57 trilhões), configurando a maior fonte de financiamento do lado real da economia. Os instrumentos do *shadow banking* forneceram 8,9% do TSF; enquanto os títulos corporativos e

os títulos do governo registraram 9,3% e 15%, respectivamente. Já a emissão de ações por empresas não financeiras e os empréstimos em moeda estrangeira obtiveram participações muito reduzidas (2,9% e 0,8%, respectivamente), evidenciando o papel residual de ambos no financiamento da economia chinesa (CINTRA; FILHO, 2015, p. 442; PBOC, 2020).

Portanto, os dados mostram que as instituições bancárias são as principais provedoras de crédito para as empresas chinesas, e que a maior parte dos empréstimos bancários é direcionada a investimentos relacionados à infraestrutura. Sendo assim, o aspecto da financeirização descrito por Braga, Lapavitsas e Fine - de redução da dependência bancária para financiamento de empresas não financeiras – parece não se verificar na China. No entanto, cabe analisar mais profundamente o mercado de títulos e o setor bancário paralelo, por serem meios alternativos de financiamento ao lado real da economia chinesa.

No que se refere ao mercado de títulos chinês, a maior parte da emissão também é realizada por empresas estatais. No final de 2018, 78% do total de títulos corporativos foram emitidos por SOEs. Apenas 9,4% foram emitidos por empresas privadas sem conexão com o governo local ou central. O domínio das SOEs pode ser atribuído em parte ao papel de liderança dessas empresas nos investimentos em infraestrutura da China, a maioria dos quais financiados com dívidas, especialmente após a crise financeira global de 2008. Isso explica por que os setores financeiro, industrial e de energia respondem pela maioria dos títulos corporativos no país (FITCH RATINGS, 2019, p. 19-20; JAQUET, 2019, p. 12).

Além disso, investidores domésticos consideram que as SOEs possuem um menor risco de inadimplência do que as empresas privadas, já que as primeiras possuem vantagem em alocação de recursos financeiros e têm maior apoio do governo. Os bancos comerciais, que são os maiores investidores no mercado de títulos chinês, tendem a favorecer as SOEs em suas decisões de investimento (FITCH RATINGS, 2019, p. 19). Como a maior parte dos títulos corporativos é emitido por SOEs e está em posse de bancos comerciais (seja diretamente ou através de WMPs), esses títulos possuem uma dinâmica muito semelhante a empréstimos bancários, se distanciando da definição de financeirização descrita anteriormente.

Ademais, a maior parte das empresas estatais emissoras de títulos consistem em LGFVs, que emitem esses títulos para financiar projetos de infraestrutura, como visto na seção II.3.3. Os títulos emitidos por LGFVs (MCBs) representaram 74,1% do total de títulos corporativos emitidos no final de 2018 (FITCH RATINGS, 2019, p. 20-22). A expansão da

emissão desses títulos, portanto, parece funcionar a favor dos investimentos produtivos de empresas não financeiras, não o contrário.

No que se refere ao financiamento através do setor bancário paralelo, no entanto, a situação se mostra mais complexa. Sabe-se que este setor desempenha um papel crucial no fornecimento de crédito para empresas privadas (especialmente as pequenas e médias), que possuem dificuldade de acesso ao mercado de crédito formal. O “crédito sombra” para essas empresas geralmente assume a forma de *entrusted loans* e *trust loans*.

No caso dos *entrusted loans*, pode-se argumentar que as empresas estatais dependem da intermediação bancária para realização da operação. Por outro lado, essa presença só é necessária devido à proibição de empréstimos diretos entre empresas na China, e as SOEs estão ganhando lucros não operacionais nesse processo. Já em relação aos *trust loans*, são empréstimos concedidos por companhias fiduciárias, mas grande parte do financiamento destas vem do rendimento dos WMPs emitidos por bancos, os quais canalizam esses instrumentos para essas companhias como tentativa de burlar a regulação existente.

Logo, paradoxalmente, esses instrumentos financeiros sinalizam uma possibilidade de redução da dependência bancária por parte das empresas chinesas, mas também reforçam a necessidade do crédito das instituições bancárias para o próprio funcionamento deles. Essa contradição só se manifesta porque os bancos comerciais são os principais atores do sistema bancário paralelo chinês, e porque a maior parte das operações desse sistema – incluindo *entrusted* e *trust loans* – se assemelha a concessão de empréstimos no setor bancário formal.

Diante dessa ponderação, parece precoce definir o *shadow banking* como uma evidência de um processo de financeirização nos moldes de Lapavistas, Braga e Fine – mas são pontos a serem observados de perto para os próximos anos, caso haja um crescimento do protagonismo de instituições não bancárias e empresas não financeiras neste sistema, em detrimento dos bancos. Por enquanto, assim como no ponto anterior, nota-se um esforço governamental de fiscalização do setor bancário paralelo chinês, que vem promovendo a redução da oferta de crédito provinda do *shadow banking*.

Por último, é importante analisar a existência de conglomerados financeiros no país, que vem crescendo nos últimos anos, especialmente na área de finanças digitais. Exemplos disso são as empresas Ant (Alipay), Tencent Group (WeChat Pay), Fosun International, China Evergrande Group, HNA Group, entre outras. Esse crescimento da oferta de serviços financeiros digitais está ligado ao maior endividamento das famílias chinesas nos últimos

anos. Como visto na seção III.1, a relação entre a concessão de crédito dessas empresas financeiras às famílias chinesas pode sim desempenhar um canal para um processo de financeirização eminente, caso a formação de conglomerados financeiros se torne normalizada no sistema financeiro da China.

Porém, no momento, parece haver uma tendência contrária a isso, já que as regulações sobre esses conglomerados estão se endurecendo cada vez mais. Em 2018, por exemplo, o PBOC havia identificado as empresas Evergrande, HNA Group Co., Fosun International Ltd., Tomorrow Group e Ant como *holdings financeiras*, colocando-as sob crescente escrutínio devido ao seu papel crescente nos fluxos de dinheiro e finanças do país. Já em setembro de 2020, foi anunciada a exigência de licenças para essas empresas, e caso a licença seja negada, a holding deverá vender sua participação no setor financeiro ou abrir mão do controle. Qualquer pedido deve ser apresentado no prazo de 12 meses a partir do dia 1º de novembro, data em que essas regras entram em vigor (CHINA CLAMPS..., 2020).

Mais recentemente, no dia 3 de novembro de 2020, reguladores chineses suspenderam o IPO da empresa Ant nas bolsas de Xangai e Hong Kong menos de 48h antes de ocorrer. A expectativa da empresa era de levantar mais de US\$ 34 bilhões, fazendo a maior entrada na bolsa de toda história. Em comunicado, a bolsa de Xangai afirmou que a empresa reportou "questões significativas", como as mudanças no ambiente regulatório da tecnologia financeira. Esses problemas, ainda de acordo com a bolsa, podem fazer com que a empresa "não atenda às condições de listagem ou aos requisitos de divulgação de informações" (WHY CHINA..., 2020).

As novas regulações para fornecimento de micro-crédito online, as quais a empresa Ant não havia se adequado, haviam sido publicadas apenas um dia antes pelo PBOC e pela CBIRC. Estas incluíam regras como limites máximos ao valor de empréstimos (RMB 300.000, se concedido a um indivíduo; e RMB 1 milhão, a uma empresa), e a exigência de que se a empresa online oferecer empréstimos em conjunto com bancos, a companhia deve fornecer pelo menos 30% do próprio financiamento (ao invés de repassar praticamente todos para o banco ou vendê-los para terceiros, como o Ant vinha fazendo). Mostra-se evidente o movimento calculado dos reguladores para proibir essa operação (WHY CHINA..., 2020).

Portanto, de forma geral, o que se pode depreender é que os bancos comerciais continuam sendo os principais fornecedores de crédito para as empresas não financeiras na China, seja através do setor bancário formal, ou de suas participações no mercado de títulos e no setor bancário paralelo. Também não se verifica um deslocamento da atividade produtiva a

favor da atividade financeira, como definido por Fine – na verdade, o sistema financeiro chinês desempenha a função de canalizar massivos recursos para investimentos de infraestrutura.

Embora não se pode falar em um processo de “financeirização das empresas não financeiras chinesas”, existem pontos que poderiam abrir margem para isso no futuro, especialmente no que diz respeito às atividades do *shadow banking* e ao crescimento de conglomerados financeiros digitais. Por outro lado, é clara a tentativa de repressão governamental para “fechar” esses canais, como no caso da oferta pública inicial de ações da Ant. Cabe, portanto, a análise desses pontos em uma investigação futura.

III.3 PARTICIPAÇÃO ESTRANGEIRA NO SETOR FINANCEIRO

Por fim, outro aspecto ressaltado por Lapavitsas, Braga e Fine no processo de financeirização é o caráter subordinado que esta assume nas economias em desenvolvimento, significando, na prática, a abertura dos mercados domésticos dessas economias para o capital internacional. Esse processo de abertura teria sido possibilitado pela mudança do papel do Estado, que passa a promover os interesses desse capital internacional, através de medidas de liberalização financeira e de estímulo a entrada de entidades estrangeiras no país (FINE, 2013, p. 57-58; LAPAVITSAS, 2013, p. 801-802).

Como visto na seção II.2.1, a participação de instituições estrangeiras no setor bancário chinês é extremamente baixa – consistindo em apenas 1,3% do total de ativos bancários em 2016. Porém, outra forma de entrada de investidores estrangeiros no setor bancário se dá através da compra de ações em instituições bancárias chinesas (DEOS, 2015, p. 409-411). Por isso, a tabela 3 mostra a participação acionária de propriedade estatal e estrangeira nos bancos comerciais chineses, e quem é o acionista que detém a maior parte das ações de cada banco. Examinando os dados dos *big four* (ABC, BOC, CCB e IBC), é notável que, apesar da abertura de capital, o Estado – através da Central Huijin - continua sendo o maior acionista desses quatro bancos. As maiores participações da Huijin são no ABC (85,10%) e no ICBC (75,34%).

O caso do BoCom, o menor do grupo dos *big five*, é um pouco distinto. Nele, o Estado apresentou, nos últimos anos, uma participação relativamente menor, mas estável e importante. Apesar da participação estrangeira (38,82%) superar a estatal (30,95%), o MOF

se mantém como o acionista controlador, o que indica que as decisões importantes ainda passam pelo Estado chinês. Como esses cinco bancos concentram a maior quantidade de ativos do sistema bancário, fica claro que, mesmo com o movimento de liberalização, o domínio estatal no setor permanece (COUSIN, 2011, p. 114; DEOS, 2015, p. 396-397).

Em relação aos bancos comerciais de capital misto, a proporção de ações detida por instituições estatais não é grande. Porém, com exceção do Ping An Bank, do China Minsheng Banking, e do China Zheshang Bank, os acionistas controladores dos demais bancos são entidades estatais. Em relação à propriedade estrangeira, nota-se que seis dos doze bancos desse grupo possuem parte das ações detidas por instituições estrangeiras, variando entre 11,9% (CEB) a 25,89% (Citic Bank). Contudo, nenhum dos bancos analisados possui uma instituição estrangeira como acionista controlador, evidenciando que a participação estrangeira é reduzida (DEOS, 2015, p. 398).

Tabela 3 – Análise da participação acionária dos principais bancos comerciais chineses

Nome do banco	Acionista controlador ¹	Participação estatal ou de entidade jurídica estatal ² (%)	Participação estrangeira ³ (%)	Proporção de ações negociáveis ⁴ (%)
BOC	Central Huijin (acionista estatal)	67,57	28,08	100
ABC	Central Huijin	85,10	9,40	100
CCB	Central Huijin	59,99	37,16	100
ICBC	Central Huijin	71,34	24,27	100
BoCom	Ministério das Finanças da China (acionista estatal)	30,95	38,82	100
China CITIC Bank	CITIC Group (entidade jurídica estatal)	76,06	25,89	100
CEB	China Everbright Group (entidade jurídica estatal)	63,91	11,90	100
Huaxia Bank	Shougang Group (entidade jurídica estatal)	67,58	0,00	100
China Guangfa Bank	China Life Insurance (entidade jurídica estatal)	93,01	0,00	..
Ping An Bank	Ping An Insurance Group Company of China, Ltd	5,16	0,00	85
China Merchants Bank	China Merchants Group (entidade jurídica estatal)	37,46	0,00	100

Shanghai Pudong Development Bank	Shanghai International Group (entidade jurídica estatal)	73,42	0,00	95
Industrial Bank	Fujian Provincial Department of Finance (acionista estatal)	41,93	0,00	100
China Minsheng Banking	Hong Kong Securities Clearing Company Nominees Limited	0,00	18,91	100
Evergrowing Bank	Yantai Blue Sky Investment Holding Co. Ltd. (entidade jurídica estatal)	20,55	14,26	..
China Zheshang Bank	Hong Kong Securities Clearing Company Nominees Limited	25,04	15,56	..
China Bohai Bank	TEDA Investment Holding Co. Ltd. (entidade jurídica estatal)	62,01	19,99	..

Fonte: LI; CHEONG, 2019, p. 106-107.

Notas: (1) O termo acionista controlador se refere ao acionista que possui a maior proporção de ações da empresa.

(2) As proporções são calculadas entre os dez maiores acionistas de cada banco (pois são os dados disponibilizados). Portanto, o número real pode ser maior do que o mostrado na tabela.

(3) As proporções são calculadas entre os dez maiores acionistas de cada banco (pois são os dados disponibilizados). Portanto, o número real pode ser maior do que o mostrado na tabela.

(4) “..” significa não aplicável.

Portanto, se observa que, mesmo após as reformas, o domínio estatal permanece no sistema bancário chinês, seja através de participação acionária (por meio da Huijin ou do MOF), ou por propriedade integral (como no caso dos bancos de desenvolvimento público). A participação estrangeira é muito limitada, devido as grandes limitações a investidores estrangeiros na China. Essa situação se repete no sistema bancário paralelo no país, o qual - como visto no capítulo II - também se caracteriza pela predominância de instituições bancárias domésticas, especialmente bancos de capital misto e bancos comerciais das cidades. A presença de investidores ou de instituições financeiras estrangeiras no *shadow banking* pode ser considerada insignificante (EHLERS; KONG; ZHU, 2018, p. 9).

No que se refere ao mercado de títulos chinês, até 2016, os esquemas de investidores qualificados (QFII e RQFII) eram as únicas formas de entrada para investidores estrangeiros no mercado de títulos chinês. Isso mudou com a criação, no mesmo ano, do China Interbank Bond Market Direct, que permitiu o acesso de investidores institucionais, incluindo bancos centrais, autoridades monetárias estrangeiras e fundos soberanos ao mercado interbancário chinês. São excluídos investidores de curto prazo ou “especuladores”, nos critérios do PBOC.

Diferente dos esquemas de investidores qualificados²³, este não impõe um limite de cota de investimento, sendo assim um estímulo para a entrada de investidores externos por esse canal (BNP PARIBAS, 2016).

No ano seguinte, foi lançado o Bond Connect, que é um canal de investimento que dá aos investidores estrangeiros acesso aos mercados de renda fixa na China por meio de uma conexão com o mercado de títulos de Hong Kong, para negociação, liquidação e custódia de títulos do mercado de títulos interbancários chineses. Atualmente, o Bond Connect lida apenas com negociações *northbound*, ou seja, investidores estrangeiros comprando e vendendo títulos no CIBM através da infraestrutura financeira de Hong Kong (BNP PARIBAS, 2019; UBS, 2020).

Apesar do surgimento desses canais para compra de títulos chineses por investidores estrangeiros, a presença estrangeira se mantém pequena. Na primeira metade de 2020, o volume de títulos chineses detidos por investidores estrangeiros atingiu RMB 2,4 trilhões, o que corresponde a apenas 2,4% do total de títulos. A maior parte desses títulos são emitidos pelo governo ou pelas províncias – o volume de títulos do governo em posse de investidores estrangeiros corresponde a 9% do total emitido (GOH, 2020).

A situação é semelhante no mercado de ações. Nos últimos anos, o PBOC aumentou os canais pelos quais os investidores estrangeiros podem investir em ações na China. Além dos esquemas de investidores qualificados, existe o programa “Stock Connect”, que liga o mercado de ações chinês a Bolsa de Valores de Hong Kong. Foi lançado pela primeira vez em novembro de 2014, conectando as bolsas de Xangai e Hong Kong (“Shanghai-Hong Kong Stock Connect”); e foi estendido no final de 2016, para incluir a bolsa de Shenzhen (“Shenzhen-Hong Kong Stock Connect”). O programa permite que investidores chineses comprem ações de empresas selecionadas de Hong Kong e de empresas chinesas listadas em Hong Kong; e que estrangeiros comprem ações chinesas A listadas em Xangai e Shenzhen. No entanto, existem cotas diárias vigentes para transações: de RMB 52 bilhões, nas operações no sentido Hong Kong – Xangai/Shenzhen; e de RMB 42 bilhões, no sentido Xangai/Shenzhen – Hong Kong (AGARWAL; GU; PRASAD, 2019, p. 10-11).

Em junho de 2019, foi lançado o “Shanghai-London Stock Connect”, um programa semelhante aos anteriores, que fornece às empresas elegíveis listadas tanto na China quanto

²³ As cotas para investidores nos esquemas de QFII e RQFII só foram removidas em junho de 2020, no que se referem a ações, títulos e garantias, fundos de investimento em títulos, índices futuros de ações e produtos de renda fixa no mercado de títulos interbancários (NET RESOURCES INTERNATIONAL, 2020).

no Reino Unido uma plataforma para emitir recibos de depósitos e negociá-los no mercado um do outro. Há também uma proposta de conectar Xangai e Alemanha, sendo uma réplica do programa de Xangai-Londres, mas que ainda não foi lançada (AGARWAL; GU; PRASAD, 2019, p. 11).

Todas essas medidas ocasionaram um aumento da presença estrangeira no mercado de ações: no final de junho de 2020, foi registrado um recorde de RMB 2,46 trilhões (US\$ 354,5 bilhões), um aumento de 50% em relação ao ano anterior. Contudo, semelhante ao mercado de títulos, apenas 3% do volume de ações A chinesas estão em posse de investidores fora da China (SUNDARAM, 2020).

O motivo para essa baixa participação no mercado de títulos e no mercado de ações, mesmo com os canais de abertura, é a manutenção de severas regulações que limitam o investimento estrangeiro no setor financeiro da China. Por exemplo, de acordo com os regulamentos atuais, um único investidor estrangeiro não pode deter mais de 10% do total de ações emitidas de uma empresa listada na China. Além disso, as participações totais somadas de investidores estrangeiros em ações A não podem exceder 30% do total de ações emitidas pela empresa. Na prática, as negociações de ações A são suspensas quando a propriedade estrangeira ultrapassa 28% do total de ações emitidas, conforme estipulado pela Bolsa de Valores de Hong Kong²⁴. Os investidores estrangeiros ainda podem vender ações sob tais circunstâncias e a compra pode ser retomada quando a participação estrangeira cair para 26% (CAIPING; SHEN, 2020).

Existem também limitações ao acesso de investidores estrangeiros a instrumentos de gerenciamento de risco, como *hedge* e derivativos, nos programas de QFII e RQFII; além de exigências de adequação a severos regulamentos e padrões chineses em questões de localização de dados e cibersegurança (CAIPING; SHEN, 2020).

Portanto, é possível afirmar que o aspecto da financeirização de tendência de abertura dos mercados ao capital internacional não descreve a situação atual chinesa. Existem poucas instituições bancárias estrangeiras atuantes, e a quantidade de ações e títulos mantida em posse de investidores não chineses é baixa. Ainda que nos últimos anos tenham surgido novos canais de entrada para esses investidores, como os programas Bond e Stock Connect, não se pode dizer que o Estado chinês esteja promovendo os interesses do capital internacional ao

²⁴ Em maio de 2020, as participações estrangeiras em três empresas listadas em Shenzhen – a fabricante de eletrodomésticos Midea Group Co. Ltd., o provedor de serviços de teste Center Testing International Group Co. Ltd. e a fabricante de móveis Suofeiya Home Collection Co. Ltd. - ultrapassaram 26% de seu total de ações emitidas, disparando alertas à medida que se aproximavam do limite de 30%.

empenhar essas medidas, já que o governo chinês continua mantendo fortes restrições a livre mobilidade de capitais, impedindo assim que a presença estrangeira seja significativa.

Na verdade, mais do que impedir a presença estrangeira, o Estado chinês exerce seu domínio sobre o sistema financeiro do país, através da propriedade de bancos públicos, da participação acionária em bancos comerciais (através da Huijin e do MOF), e da emissão de títulos. Com base nisso, Wang (2015) denomina o Estado chinês como um “Estado acionista” (*shareholding state*). Dessa forma, consegue usar o setor financeiro para financiar projetos de infraestrutura dentro e fora da China através das SOEs, tornando essas empresas competitivas internacionalmente com acesso abundante a capital, sem perder a estratégica orientação estatal. Na prática, isso significa a manutenção do regime de acumulação chinês, como será analisado a seguir.

III.4 CONTROLE DE CAPITAIS: UM FREIO À FINANCEIRIZAÇÃO CHINESA

A partir da análise dos três pontos anteriores, se constata que a expansão financeira da China parece não se enquadrar na categoria de financeirização, com base nas teorias de Lapavistas, Fine e Braga. Embora seja possível sustentar que existam certas aberturas e que eventualmente possam levar a um processo futuro de financeirização na China, nota-se que, por outro lado, o governo chinês constantemente busca “fechar” ou no mínimo controlar essas aberturas, o que impede que a financeirização seja um fenômeno sistêmico no país. Nesse sentido, o controle de capitais, ao gerar um sistema financeiro predominantemente estatal, atua como o freio mais importante a esse processo na China.

Além das regras descritas na seção anterior, referentes a investidores estrangeiros, as restrições sobre fluxos de saída de recursos da China são ainda mais rígidas. Os investidores domésticos são proibidos de comprar, vender ou emitir capital ou instrumentos do mercado monetário nos mercados estrangeiros fora do esquema de QDII (HUANG *et al.*, 2011, p. 29). Nesse esquema, é autorizada a participação somente de bancos, sociedades fiduciárias, corretoras de fundos, corretoras de valores e seguradoras chinesas. Essas instituições devem se inscrever e receber a aprovação de uma licença antes de serem autorizadas a fazer investimentos nos mercados estrangeiros, tanto para si próprias ou em nome de clientes de varejo. Depois de aprovadas, podem fazer investimentos em renda fixa, ações e derivativos em mercados estrangeiros específicos. A SAFE é responsável por aprovar os participantes

para entrar no programa QDII e por aprovar o valor da cota de investimento permitida a cada participante (QUALIFIED..., 2020).

Embora as empresas com financiamento estrangeiro estejam livres de quaisquer restrições para levantar dívidas de curto ou longo prazo no mercado externo, outras entidades nacionais precisam obter certas qualificações e ter as cotas e os termos de empréstimo propostos aprovados pelas autoridades. Além disso, as instituições financeiras nacionais só podem emitir empréstimos externos de acordo com certas disposições estabelecidas nas regras de câmbio e de gestão da relação passivo / ativo. Empresas não financeiras domésticas são estritamente proibidas de estender quaisquer empréstimos externos (HUANG *et al.*, 2011, p. 29).

Não há restrições para investimentos estrangeiros diretos na China, além dos limites impostos a política do setor. Em oposição, os investimentos diretos chineses para fora, realizados por instituições nacionais, precisam ser aprovados pela SAFE, pelo Ministério das Finanças, e pela Comissão Nacional de Desenvolvimento e Reforma. Existem também fortes controles sobre certas fases das transações cambiais, tais como restrições à remessa e repatriação de fundos internacionais, e à conversão cambial entre RMB e moeda estrangeira relacionada a transações da conta de capital chinesa (HUANG *et al.*, 2011, p. 30).

Em um contexto mundial em que a norma é a liberalização dos fluxos de capitais internacionais, é necessário compreender quais os motivos para a preservação de rígidos controles de capitais na China. Segundo Dierckx (2015, p. 730), a razão principal para tal é o seu papel crucial na manutenção do regime de acumulação chinês, puxado pelos investimentos (*investment-led growth*). Isso porque, em primeiro lugar, a adoção de controles sobre os fluxos de capitais estrangeiros limita a especulação de curto prazo, e assim, mantendo a taxa de câmbio estável, a economia chinesa consegue se proteger de choques econômicos e financeiros externos, como mostraram os efeitos limitados da crise financeira do Leste Asiático e da crise do *subprime* dos Estados Unidos no país (NOGUEIRA; GUIMARÃES; BRAGA, 2019, p. 455).

Além disso, sua existência é fundamental para a canalização da poupança das famílias para o financiamento de investimentos de empresas estatais chinesas (SOEs), através do setor bancário. Devido à impossibilidade de busca de maiores rendimentos no exterior; à falta de um mercado de capitais mais desenvolvido e com maior liquidez no país; e à pequena participação de mercado de instituições financeiras estrangeiras, resta às famílias chinesas depositarem suas poupanças nos grandes bancos estatais. Consequentemente, esses bancos

obtem muitos recursos domésticos à sua disposição para fornecer empréstimos baratos para as empresas estatais industriais (SOEs), estimulando assim os investimentos e as políticas de inovação dessas empresas. Como os investimentos das SOEs em infraestrutura são responsáveis por puxar a taxa de investimento do país, é notável que o controle de capitais é fundamental para a manutenção do crescimento chinês (DIERCKX, 2015, p. 730-731).

Por isso, o controle de capitais atua como um freio à financeirização, já que ao beneficiar diretamente as SOEs e os grandes bancos estatais, mantém o controle do Estado nos setores financeiro e industrial chinês – e consequentemente, na economia chinesa. Em contraste, o mercado de capitais permanece em segundo plano e a participação de agentes privados – e, especialmente estrangeiros – no setor financeiro chinês se mantém bastante limitada. Portanto, é claro que as forças do capital industrial chinês (especialmente estatal) e do capital bancário chinês, que se beneficiam do regime de acumulação, defendem a manutenção do controle de capitais (DIERCKX, 2015, p. 732).

Contudo, o governo chinês reconhece que existem imperativos para uma liberalização dos controles de capitais. Com o aumento dos investimentos de empresas chinesas no exterior, e a adoção da “Iniciativa Belt and Road”²⁵ (BRI), há uma necessidade de saída de capital considerável para financiar a infraestrutura no exterior (ZENGLIN; KÄRNFELT, 2019, p. 9). Além disso, há uma pressão por parte de investidores chineses ricos para a liberalização dos fluxos de capitais, por possibilitarem a busca de maiores retornos no exterior. Como dito anteriormente, devido a necessidade de capital barato dos bancos estatais para financiar as SOEs, os retornos sobre os depósitos bancários das famílias se mantêm muito baixos (DIERCKX, 2015, p. 735). Isso também explica a maior procura por parte desses investidores por instrumentos de depósitos no *shadow banking*, como WMPs (que possuem maiores retornos que depósitos bancários comuns).

Soma-se a esses fatores a tentativa do governo chinês de criar um sistema monetário menos dependente do dólar, e baseado em instituições multipolares sob o controle ou influência chinesa – o que, na prática, consiste na internacionalização do renminbi, isto é, na expansão do uso do renminbi em transações comerciais internacionais. O objetivo não seria de substituir o dólar como moeda hegemônica do sistema, mas sim de tentar ampliar o espaço de manobra do capital chinês pelo mundo com menor subordinação ao poder da moeda norte-americana (NOGUEIRA; GUIMARÃES; BRAGA, 2019, p. 458). Porém, é amplamente

²⁵ De forma geral, a iniciativa Belt and Road (BRI) visa reviver antigas rotas de comércio por meio de uma rede de grandes projetos de infraestrutura para a Ásia Central, o Sudeste Asiático, o Oriente Médio e a África.

difundido dentro e fora da China que os controles de capitais são um grande impedimento para a internacionalização da moeda chinesa (DIERCKX, 2015, p. 736).

Sendo assim, parece que a China é confrontada com um dilema: enquanto as forças sociais dominantes atualmente se beneficiam da política de controle de capitais que protege o regime de acumulação, a liberalização da conta de capital é vista como uma condição necessária para a internacionalização do renminbi (VERMEIREN; DIERCKX, 2012, p. 1652). Mais do que isso, como o controle de capitais é a principal barreira à participação estrangeira no setor financeiro chinês, sua abertura implicaria na renúncia do controle estatal sobre o setor financeiro – e conseqüentemente, sobre a economia chinesa – possibilitando um processo de financeirização no país, com características semelhantes ao descrito por Braga, Fine e Lapavitsas.

Diante desse impasse, o governo chinês tem optado por tomar uma abordagem cautelosa em relação à liberalização dos fluxos de capitais, expandindo de forma gradual e lenta os canais de investimento aos investidores estrangeiros (ZENGLIN; KÄRNFELT, 2019, p. 9). Um exemplo disso é a criação de zonas de livre comércio no país, vistas pelo governo como uma forma de liberar fluxos de capitais nos dois sentidos, mas de forma restrita a certas áreas geográficas. A primeira delas foi criada em Xangai, em setembro de 2013; sendo seguida pela abertura de novas zonas em Guangdong, Tianjin, e Fujian em abril de 2015. Entre 2016-2018, oito novas áreas foram estabelecidas, em Liaoning, Henan, Zhejiang, Hubei, Chongqing, Sichuan, Shanxi, e Hainan. Elas usam uma abordagem de “lista negativa” para regular o investimento estrangeiro - há poucas restrições ao investimento estrangeiro em setores que não estão na lista. As transações de capital transfronteiriças e o estabelecimento de instituições financeiras dentro das zonas são liberados (AGARWAL; GU; PRASAD, 2019, p. 10).

Mais especificamente em 2020, duas medidas foram adotadas no sentido de liberalização. Primeiramente, entrou em vigor a nova Lei do Investimento Estrangeiro, aprovada em março de 2019, substituindo três leis de capital estrangeiro: a Lei sobre Joint Ventures Sino-Estrangeiras, a Lei sobre Contratos Sino-Estrangeiros Joint Ventures e a Lei sobre Empresas de Capital Estrangeiro (AGARWAL; GU; PRASAD, 2019, p. 10). Em 1º de abril de 2020, foi aprovado que fundos de investimento chineses sejam 100% controlados por estrangeiros. Segundo o Financial Times, o banco estadunidense JPMorgan, que detêm 51% da China International Fund Management, está prestes a concluir a compra dos 49% restantes – os quais os valores estimados são de US\$ 1 bilhão (SMITH, 2020).

Além do JPMorgan, o Goldman Sachs também está pronto para comprar seu parceiro de *joint venture* de títulos, em um negócio que poderia torná-lo o primeiro grande banco de investimento de propriedade totalmente estrangeira com permissão para operar na China. Já o Morgan Stanley, em março, assumiu o controle majoritário de sua *joint venture* de títulos, aumentando sua participação de 49% para 51%, com um plano de pressionar por 100% da propriedade (JENKINS, 2020).

Esses exemplos poderiam indicar a possibilidade de um movimento gradual e lento de um processo de financeirização da economia chinesa; porém, também devem ser ponderados com as medidas recentes de controle, como a repressão ao *shadow banking* e a fiscalização de conglomerados financeiros chineses. Somam-se a isso declarações governamentais de que 100% de conversibilidade não é necessariamente a meta final (XIAOTIAN, 2012). Diante das ações contrastantes adotadas pelo governo chinês, é necessário cautela para compreender os resultados dessas medidas no longo prazo. O que se pode depreender é que, por enquanto, o regime de controle de capitais e a consequente predominância estatal no setor financeiro chinês ainda se mantêm como importantes freios a um processo de financeirização sistêmico na China.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Nos últimos quarenta anos, a China passou por um enorme processo de expansão financeira. De apenas uma instituição atuante – o PBOC - em 1978, tem-se em 2020 um sistema financeiro caracterizado pela diversidade de instituições, como bancos comerciais e de desenvolvimento, cooperativas de crédito rurais e urbanas, companhias fiduciárias, entre outras. Os quatro maiores bancos chineses ocupam hoje as primeiras posições do *ranking* dos 1000 maiores bancos do mundo da The Banker (2020), estando acima de bancos como JPMorgan, Citigroup e Bank of America. Atualmente, o mercado de ações chinês é considerado o segundo maior do mundo; e o mercado de títulos, o terceiro maior.

Além disso, como resultado do programa de estímulo fiscal adotado em resposta a crise financeira internacional de 2008, e da manutenção de fortes regras a concessão de crédito no país, se desenvolveram inúmeras inovações financeiras, que constituem o importante sistema bancário paralelo chinês. Esses instrumentos financeiros na “sombra”, tais como WMPs, *trust* e *entrusted loans*, têm sido fundamentais no fornecimento de crédito para pequenas e médias empresas, como também para projetos de infraestrutura realizados pelos governos locais, através dos LGFVs. Destaca-se também, nos últimos anos, o crescimento de serviços financeiros digitais, que têm atendido a demanda por crédito das famílias chinesas.

Contudo, apesar desse desenvolvimento, o sistema financeiro chinês ainda é marcado pelo protagonismo dos bancos e pelo forte domínio estatal. Nesse sentido, o processo de expansão financeira na China não se assemelha ao fenômeno da financeirização ocorrido nas demais economias centrais e periféricas, como definido por Costas Lapavitsas, Ben Fine e José Carlos Braga.

Embora tenha havido um maior envolvimento das famílias chinesas no mercado financeiro, isso não significa a existência de um processo de expropriação financeira, nos termos de Lapavitsas. As famílias preferem investir em ativos imobiliários a financeiros, e mesmo com o aumento das dívidas hipotecárias, não há hipotecas *subprime* ou títulos lastreados em hipotecas, se distinguindo bastante do contexto estadunidense anterior a crise de 2008 (ROTHMAN, 2019). O crescimento recente com gastos de cartão de crédito na China não surgiu para compensar a perda do consumo das famílias devido à retração de bens e serviços públicos e/ou dos salários reais – como ocorrido nas economias centrais. Pelo contrário, o maior endividamento está relacionado ao aumento da renda familiar e aos novos

instrumentos financeiros digitais, que ocasionaram o crescimento da disponibilidade de crédito para as famílias, e conseqüentemente, a normalização do crédito para consumo na China (HAN *et al.*, 2019, p. 4).

De maneira semelhante, não se pode afirmar que as empresas não financeiras chinesas estejam tão envolvidas no setor financeiro ao ponto de buscar financiamento no mercado de capitais ou de criar departamentos internos para lidar com negociação de ativos, tornando o capital financeiro indissociável do capital produtivo. Pelo contrário, a emissão de ações é irrisória para o financiamento do lado real da economia chinesa; e as instituições bancárias continuam sendo os principais fornecedores de crédito para empresas não financeiras no país, seja através do setor bancário formal, ou de suas participações no mercado de títulos e no setor bancário paralelo.

Além disso, não se verifica um deslocamento da atividade produtiva a favor da atividade financeira, conforme definido por Fine como sendo uma das tendências do processo de financeirização. Longe disso, devido a sua grande predominância estatal, o sistema financeiro chinês canaliza massivos recursos para investimentos de infraestrutura dentro e fora da China, principalmente através das SOEs. Dessa forma, é fundamental para manter o regime de acumulação puxado pelos investimentos.

Por fim, a participação estrangeira no sistema financeiro é ínfima – como evidenciada pela baixa quantidade de instituições bancárias estrangeiras atuantes e pela pequena quantidade de ações e títulos mantidos em posse de investidores internacionais – o que indica que o aspecto de abertura dos mercados ao capital internacional também não se mostra na economia chinesa. Ainda que existam canais de entrada para esses investidores, como os esquemas de investidores qualificados (QFII e RQFII), e os recém-criados Bond e Stock Connect, a manutenção de fortes restrições a livre mobilidade de capitais por parte do Estado chinês impedem que a presença estrangeira seja significativa.

Contudo, apesar da atual ausência de financeirização da economia chinesa, existem sim pontos que poderiam se configurar como aberturas para um eventual processo de financeirização no longo prazo. Exemplos disso são as atividades ligadas ao *shadow banking*, caso as operações se tornem mais complexas e securitizadas; o crescimento dos conglomerados financeiros, se estes se tornarem a norma para empresas não financeiras dos demais setores na China; e o endividamento das famílias chinesas, se este crescer como forma de compensar uma eventual queda na renda disponível das famílias.

Porém, parece que a situação atual tende ao contrário disso, devido as claras tentativas do governo chinês de conter essas possíveis aberturas – como visto nas ações de controle do *boom* imobiliário, de extinção das plataformas P2P, de repressão ao sistema bancário paralelo e de endurecimento das regulações sobre os conglomerados financeiros do país. A manutenção dos rígidos controles de capitais, apesar das pressões internas e externas para sua liberalização, se constitui como o maior exemplo disso.

Ao blindarem a economia chinesa de choques econômicos externos, e canalizarem a poupança das famílias chinesas no setor bancário para financiar projetos de infraestrutura das SOEs, os controles de capitais são essenciais para sustentar o regime de acumulação chinês puxado pelos investimentos. Dessa forma, beneficiando diretamente as SOEs e os grandes bancos em posse do Estado, acabam por manter o domínio estatal nos setores financeiro e industrial chinês – e conseqüentemente, na economia chinesa. Por isso, os controles de capitais se configuram como o maior freio à financeirização do país (DIERCKX, 2015, p. 730-732).

Entretanto, estes também atuam como freios à tentativa de integração internacional pretendida pelo governo chinês, por meio de projetos como a iniciativa Belt and Road e a internacionalização do renminbi. Instaura-se então um impasse, já que a liberalização dos fluxos de capitais é condição necessária para a realização efetiva desses projetos; porém, esta implicaria na renúncia do regime de acumulação e do controle estatal sobre o setor financeiro e sobre a economia chinesa – abrindo caminho assim para um processo de financeirização nos termos de Braga, Fine e Lapavitsas (VERMEIREN; DIERCKX, 2012, p. 1652).

A partir desse dilema, é possível compreender as ações contrastantes praticadas pelo governo chinês, de abertura e de repressão aos canais que poderiam dar início a financeirização na China. Devido a essa incerteza, não se pode inferir quais serão os resultados dessa atuação estatal para a economia chinesa no longo prazo. O que se pode afirmar no momento é que, por enquanto, a expansão financeira atual não consiste em um processo de financeirização, devido ao regime de controle de capitais e o conseqüente domínio estatal no setor financeiro do país.

REFERÊNCIAS

- AGARWAL, I.; GU, W.; PRASAD, E. China's Impact on Global Financial Markets. **National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper Series**, Cambridge, EUA, n. 26311, 2019.
- ALLEN, F. *et al.* China's financial system: Opportunities and challenges. **National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper Series**, Cambridge, EUA, n. 17828, 2012.
- ALLEN, F. *et al.* **Implicit guarantees and the rise of shadow banking**: The case of trust products. Londres: Imperial College of London, 2018. Artigo no prelo.
- ALLEN, F. *et al.* Entrusted loans: A close look at China's shadow banking system. **Journal of Financial Economics**, Rochester, EUA, v. 133, n. 1, p. 18–41, jul. 2019.
- ALLEN, F.; GU, X. Shadow banking in China compared to other countries. **The Manchester School**, Manchester, Reino Unido, DOI: 10.1111/manc.12331, 2020. Artigo de edição especial.
- AMADEO, K. China's Stock Market, Including Shanghai, Shenzhen, and Hong Kong: Why China's Stock Market Is Like a Casino. **The Balance**, Phoenix, EUA, 2020. Disponível em: <https://www.thebalance.com/china-stock-market-shanghai-shenzhen-hong-kong-3305480#citation-8>. Acesso em: 21 set. 2020.
- AMSTAD, M.; HE, Z. Chinese Bond Market and Interbank Market. **National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper Series**, Cambridge, EUA, n. 25549, 2019.
- ASHMAN, S.; FINE, B.; NEWMAN, S. The crisis in South Africa: Neoliberalism, financialization and uneven and combined development. **Socialist Register**, Londres, Reino Unido, v. 47, 2011.
- AVERAGE Household Assets in Beijing and Shanghai Exceed USD\$1 Million, Homeownership at 96%: Central Bank Report. **China Banking News**, [S/l.], 27 abr. 2020. Disponível em: <https://www.chinabankingnews.com/2020/04/27/average-household-assets-in-beijing-and-shanghai-exceed-usd1-million-central-bank-report/>. Acesso em: 22 set. 2020.
- BANCO MUNDIAL. **Market capitalization of listed domestic companies (% of GDP)**. Washington, D.C., EUA, 2020. Disponível em: <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS>. Acesso em: 05 nov. 2020.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS). **Total credit to non-financial corporations (core debt)**. Basileia, Suíça, 2020. Disponível em: <https://stats.bis.org/statx/srs/table/f4.1>. Acesso em: 08 nov. 2020.
- BAYLISS, K. ; FINE, B. ; ROBERTSON, M. Introduction to special issue on the material cultures of financialisation. **New political economy**, Londres, Reino Unido, v. 22, n. 4, p. 355-370, 2017.

BLOOMBERG. China's Stock Market Tops \$10 Trillion First Time Since 2015. **Bloomberg News**, Nova Iorque, EUA, out. 2020. Disponível em: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-10-13/china-s-stock-market-tops-10-trillion-for-first-time-since-2015>. Acesso em: 05 nov. 2020.

BNP PARIBAS. **A Grand Opening**: what does access to China interbank bond market mean for institutional investors? Hong Kong, China: BNP Paribas Securities Services Hong Kong e Xangai, China: BNP Paribas China Ltd, 2016. Disponível em: <https://cib.bnpparibas.com/documents/CIBM-Whitepaper-Light.pdf>. Acesso em: 05 nov. 2020.

BNP PARIBAS. **China Bond Connect**: regulation memo. Paris, França: BNP Paribas Securities Services, 2019. Disponível em: <https://securities.bnpparibas.com/insights/china-bond-connect-reg-memo.html>. Acesso em: 07 nov. 2020.

BRAGA, J. C. *et al.* Por uma economia política da financeirização: teoria e evidências. **Economia e Sociedade**, Campinas, Brasil, v. 26, número especial, p. 829-856, 2017.

CAIPING, L.; SHEN, T. In Depth: Progress and Pitfalls for Foreign Investors in China's Capital Markets. **Caixin**, Pequim, China, 18 jun. 2020. Disponível em: <https://www.caixinglobal.com/2020-06-18/in-depth-progress-and-pitfalls-for-foreign-investors-in-chinas-capital-markets-101569516.html>. Acesso em: 04 nov. 2020.

CHEN, Z.; HE, Z.; LIU, C. The financing of local government in China: Stimulus loan wanes and shadow banking waxes. **Journal of Financial Economics**, Rochester, EUA, v. 137, n. 1, p. 42-71, jul. 2020.

CHINA BANKING AND INSURANCE REGULATORY COMMISSION (CBIRC). **About the CBIRC - Mandates**. Pequim, 2020. 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%20CBIRC](https://www.cbirc.gov.cn/en/view/pages/ItemList.html?itemPIId=974&itemId=975&itemUrl=About/Mandates.html&itemTitle=Mandates&itemPTitle>About%20the%20CBIRC). Acesso em: 21 set. 2020.

CHINA BANKING REGULATORY COMMISSION (CBRC). **China Banking Regulatory Commission 2016 Annual Report**. Pequim: CBRC, 2016.

CHINA CLAMPS Down on Finance Arms of Ant, Other Giants. **Bloomberg Quint**, Bombaim, Índia, 15 set. 2020. Disponível em: <https://www.bloombergquint.com/markets/china-tightens-oversight-of-conglomerates-financial-operations>. Acesso em: 04 nov. 2020.

CHINA DEVELOPMENT BANK (CDB). **About CDB**. Pequim, 2020. Disponível em: http://www.cdb.com.cn/English/gykh_512/khjj/. Acesso em 22 set. 2020.

CHINA SECURITIES Regulatory Commission (CSRC). *In*: CHEN, J. **Investopedia**. Nova Iorque, EUA: Dotdash, 2020. Disponível em: <https://www.investopedia.com/terms/c/csrc.asp>. Acesso em: 21 set. 2020.

CHINA'S STOCK Markets vs. U.S. Stock Markets. *In*: JOHNSTON, M. **Investopedia**. Nova Iorque, EUA: Dotdash, 2020. Disponível em: <https://www.investopedia.com/articles/investing/092415/chinas-stock-markets-vs-us-stock-markets.asp>. Acesso em: 21 set. 2020.

CINTRA, Marcos A. M. **Caracterização dos fundos, delimitação conceitual, experiências internacionais e enfoques teóricos**. Relatório I do projeto de pesquisa O Brasil na era da globalização: condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento – subprojeto IX. Crédito direcionado e desenvolvimento econômico no Brasil: o papel dos fundos públicos. Campinas: Cecon; Rio de Janeiro: BNDES, jul. 2007.

CINTRA, M. A. M.; FILHO, E. B. da S. O sistema financeiro chinês: a grande muralha. *In*: CINTRA, M. A. M. (Org.); FILHO, E. B. da S. (Org.); PINTO, E. C. (Org.). **China em transformação: dimensões econômicas e geopolíticas do desenvolvimento**. Rio de Janeiro: IPEA, 2015. p. 425-488.

COUSIN, V. **Banking in China**. 2. ed. Basingstoke: Palgrave Macmillan UK, 2011.

DEOS, S. S. de. Sistema bancário chinês: evolução e internacionalização recente. *In*: CINTRA, M. A. M. (Org.); FILHO, E. B. da S. (Org.); PINTO, E. C. (Org.). **China em transformação: dimensões econômicas e geopolíticas do desenvolvimento**. Rio de Janeiro: IPEA, 2015. p. 391-423.

DIERCKX, S. China's capital controls: Between contender state and integration into the heartland. **International Politics**, Londres, Reino Unido, v. 52, n. 6, p. 724-742, 2015.

DOMINCZAK, P. R. R.; SABADINI, M. de S. Apontamentos gerais sobre a financeirização mundial. **Leituras de Economia Política**, São Paulo, Brasil, v. 21, p. 125-147, dez. 2012/jul. 2013

EHLERS, T.; KONG, S.; ZHU, F. Mapping shadow banking in China: structure and dynamics. **Bank for International Settlements (BIS) Working Papers Series**, Basel, Suíça, n. 701, fev. 2018.

ELLIOTT, D.; KROEBER, A.; QIAO, Y. Shadow banking in China: a primer. **Brookings Economic Studies**, Washington, EUA, v. 3, n. 2015, p. 1-7, mar. 2015.

ELLIOTT, D.; YAN, K. The Chinese Financial System: An Introduction and Overview. **John L. Thornton China Center Monograph Series**, Washington, EUA, v. 6, jul. 2013.

FINANCIAL STABILITY BOARD (FSB). **Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2019**. Basel, Suíça: FSB, 19 jan. 2020.

FINE, B. Financialisation, poverty, and Marxist political economy. *In*: Conferência sobre Pobreza e Capital (Poverty and Capital Conference), 2007, Manchester. **Artigos...** Manchester: Universidade de Manchester, p. 1-18, 2007.

FINE, B. Financialization from a Marxist perspective. **International Journal of Political Economy**, Londres, Reino Unido, v. 42, n. 4, p. 47-66, 2013.

FITCH RATINGS. **China Corporate Bond Market Blue Book**. Pequim e Xangai, China: Fitch China Research Initiative, 2019. Disponível em: https://your.fitch.group/rs/732-CKH-767/images/china-corporate-bond-market-blue-book_fitch_10083315.pdf. Acesso em: 08 nov. 2020.

GOH, E. China's Bond Market: reasons behind the 19-month foreign office holdings increase. Entrevista à Allocate to China (ATC) Initiative. **ATC Professional ViewPoints Series**, Londres, 13 jul. 2020. Disponível em: <https://www.atcinitiative.org/chinas-bond-market-reasons-behind-the-19-month-foreign-holdings-increase>. Acesso em: 05 nov. 2020.

GOPALAN, N. China Takes a Risk on GenZ's Love Affair With Debt. **Bloomberg**, Nova Iorque, EUA, 24 dez. 2019. Disponível em: <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2019-12-24/china-takes-growth-risk-on-genz-feeding-household-debt-levels>. Acesso em: 04 nov. 2020.

GRUIN, J.; KNAACK, P. Not Just Another Shadow Bank: Chinese Authoritarian Capitalism and the 'Developmental' Promise of Digital Financial Innovation. **New Political Economy**, Londres, Reino Unido, v. 25, n. 3, p. 370-387, 2019.

HACHEM, K. Shadow banking in China. **Annual Review of Financial Economics**, Palo Alto, EUA, v. 10, p. 287-308, 2018.

HACHEM, K.; SONG, M. Liquidity regulation and unintended financial transformation in China. **National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper Series**, Cambridge, EUA, n. 21880, 2016.

HAYS, C. **A Global View of Household Debt**. [S.l.]: Bloom Economic Research Division (BERD), 2018.

HOLMES, C. The rise and fall of P2P lending in China. **Finextra blogs**, Londres, Reino Unido, 2019. Disponível em: <https://www.finextra.com/blogposting/17107/the-rise-and-fall-of-p2p-lending-in-china>. Acesso em: 16 set. 2020.

HUANG, Y. *et al.* Achieving capital account convertibility in China. **China Economic Journal**, Amsterdam, Holanda, v. 4, n. 1, p. 25-42, 2011.

HUANG, Y. *et al.* Financial reform in China: Progresses and challenges. *In*: PARK, Y.C. (Org.); PATRICK, H. (Org.). **How finance is shaping the economies of China, Japan, and Korea**. Nova Iorque, EUA: Columbia University Press, 2013, p. 31-80.

JAQUET, K. **The Evolution of China's Bond Market**. São Francisco, EUA: Seafarer Funds, mar. 2019. Disponível em: <http://www.seafarerfunds.com/documents/the-evolution-of-chinas-bond-market.pdf>. Acesso em: 07 nov. 2020.

JENKINS, P. The Great Wall (Street) of China. **Financial Times**, Londres, Reino Unido, 12 out. 2020. Disponível em: <https://www.ft.com/content/476417da-9393-47d2-9cd8-8a2053616a78>. Acesso em: 04 nov. 2020.

KROEBER, A. Making sense of China's stock market mess. **Brookings**, Pequim, 2015. Disponível em: https://www.brookings.edu/opinions/making-sense-of-chinas-stock-market-mess/?fbclid=IwAR3cKzgEuTTCCOOFb8W-PFE2iR4gzognCUFrhdFFLSF_D6oGZ3W_eDrsDKc. Acesso em: 21 set. 2020.

LAPAVITSAS, C. Financialised capitalism: Crisis and financial expropriation. **Historical materialism**, Leida, Holanda, v. 17, n. 2, p. 114-148, 2009.

LAPAVITSAS, C. Theorizing financialization. **Work, employment and society**, Durham, Reino Unido, v. 25, n. 4, p. 611-626, 2011.

LAPAVITSAS, C. The financialization of capitalism: 'Profiting without producing'. **City**, Londres, Reino Unido, v. 17, n. 6, p. 792-805, 2013.

LENG, C.; THAM, E. China gives P2P lenders two years to exit industry: document. **Reuters**, Pequim e Xangai, China, 27 nov. 2019. Disponível em: <https://www.reuters.com/article/us-china-p2p/china-gives-p2p-lenders-two-years-to-exit-industry-document-idUSKBN1Y2039>. Acesso em: 16 set. 2020.

LI, R.; CHEONG, K. C. **China's State Enterprises: Changing Role in a Rapidly Transforming Economy**. Singapura: Springer Nature, 2019.

LIN, F.; LEI, L.; ZHOU, L. **A brief introduction to China's bond market: Structure, regulation, and opening-up**. Moscou: Analytical Credit Rating Agency (ACRA), 2019.

LU, X.; GUO, J.; GAN, L. International comparison of household asset allocation: Micro-evidence from cross-country comparisons. **Emerging Markets Review**, Amsterdam, Holanda, v. 43, p. 1-26, 2020.

MARTIN, M. F. **China's banking system: Issues for congress**. Washington: Congressional Research Service, 2012.

MENDONÇA, A. R. R. Sistema financeiro chinês: conformação, transformações e controle. In: CINTRA, M. A. M. (Org.); FILHO, E. B. da S. (Org.); PINTO, E. C. (Org.). **China em transformação: dimensões econômicas e geopolíticas do desenvolvimento**. Rio de Janeiro: IPEA, 2015. p. 335-389.

MOODY'S. **Quarterly China Shadow Banking Monitor**. Nova Iorque, EUA: MOODY'S, 2020.

NET RESOURCES INTERNATIONAL. China lifts quota limits for QFII and RQFII. **Private Banker International**. Londres, Reino Unido, mai. 2020. Disponível em: <https://www.privatebankerinternational.com/news/china-lifts-quota-limits-for-qfii-and-rqfii/>. Acesso em: 06 nov. 2020.

NOGUEIRA, I.; GUIMARÃES, J. V.; BRAGA, J. P. Inequalities and capital accumulation in China. **Brazil. J. Polit. Econ.**, São Paulo, Brasil, v. 39, n. 3, p. 449-469, 2019.

PEOPLE'S BANK OF CHINA (PBOC). **China Financial Stability Report 2013**. Pequim: PBOC, 2013.

PEOPLE'S BANK OF CHINA (PBOC). **Report on Aggregate Financing to the Real Economy (Stock) (2019)**. Pequim: PBOC, 2020.

PISTOR, K. Banking reform in the Chinese mirror. **Columbia Law and Economics Working Paper**, Nova Iorque, EUA, n. 354, 2009.

PRASAD, E. **China's efforts to expand the international use of the Renminbi**. Washington, EUA: U.S. - China Economic and Security Review Commission, 2016.

PRATES, D. M. *et al.* Financeirização e dinâmica do capitalismo contemporâneo. Notas de apresentação. **Economia e sociedade**, Campinas, Brasil, v. 26, p. 1-6, 2017.

QUALIFIED Domestic Institutional Investor (QDII). *In*: CHENG, J. **Investopedia**. Nova Iorque, EUA: Dotdash, 2020. Disponível em: <https://www.investopedia.com/terms/q/qdii.asp>. Acesso em: 04 nov. 2020.

ROTHMAN, A. China's debt problem. **International Investment**, Londres, Reino Unido, 03 abr. 2019. Disponível em: <https://www.internationalinvestment.net/opinion/4001647/china-debt>. Acesso em: 04 nov. 2020.

SCHIPKE, A.; RODLAUER, M.; ZHANG, L. China's Bond Market: Characteristics, Prospects, and Reforms. *In*: SCHIPKE, A. (Org.); RODLAUER, M. (Org.); ZHANG, L. (Org.). **The Future of China's Bond Market**. Washington, EUA: Fundo Monetário Internacional (FMI), 2019, p. 1-29.

SMITH, P. JPMorgan pays \$1bn to take full control of China fund venture. **Financial Times**, Sydney, Austrália, 03 abr. 2020. Disponível em: <https://www.ft.com/content/116d2b7c-e9fd-4d42-934c-393610330494>. Acesso em: 04 nov. 2020.

SUN, G. China's Shadow Banking: Bank's Shadow and Traditional Shadow Banking. **Bank for International Settlements (BIS) Working Papers Series**, Basel, Suíça, n. 822, nov. 2019.

SUNDARAM, N. S. China's stock market rally gets extra push from foreign investors. **Nikkei Asia**, Tóquio, Japão, 20 ago. 2020. Disponível em: <https://asia.nikkei.com/Business/Markets/China-s-stock-market-rally-gets-extra-push-from-foreign-investors>. Acesso em: 04 nov. 2020.

SUPERVISÃO BANCÁRIA DO BANCO CENTRAL EUROPEU (BCE). O que são “créditos não produtivos”? **Supervisão Bancária do BCE**, Frankfurt, 2018. Disponível em: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/ssmexplained/html/npl.pt.html>. Acesso em: 15 jul. 2020.

THE BANKER. **Top 10 banks by Tier 1 capital**. Londres, Reino Unido, 2020. Disponível em: <https://www.thebanker.com/Top-1000>. Acesso em 08 nov. 2020.

TOTAL Social Financing. *In*: **CBaN Wiki**. [S/l.]: China Banking News, 2020. Disponível em <http://www.chinabankingnews.com/total-social-financing/>. Acesso em: 22 set. 2020.

TRUST COMPANY. *In*: BARONE, A; CHENG, M. *et al.* **Investopedia**. Nova Iorque, EUA: Dotdash, 2020. Disponível em: <https://www.investopedia.com/terms/t/trustcompany.asp>. Acesso em: 16 set. 2020.

TRUST FUND. *In*: GANTI, A. *et al.* **Investopedia**. Nova Iorque, EUA: Dotdash, 2020. Disponível em: <https://www.investopedia.com/terms/t/trust-fund.asp>. Acesso em: 16 set. 2020.

UNION BANK OF SWITZERLAND (UBS). **China Fixed Income: What is Bond Connect?** UBS Asset Management Global, Zurique, Suíça, jun. 2020. Disponível em: <https://www.ubs.com/global/en/asset-management/insights/china/fixed-income/2020/what-is-bond-connect.html>. Acesso em: 04 nov. 2020.

VERMEIREN, M.; DIERCKX, S. Challenging Global Neoliberalism? The global political economy of China's capital controls. **Third World Quarterly**, Oxford, Reino Unido, v. 33, p. 1647-1668, 2012.

WANG, C. *et al.* Shadow banking activity and entrusted loans in a DSGE model of China. **The Manchester School**, Manchester, Reino Unido, DOI: 10.1111/manc.12319, abr. 2020. Artigo de edição especial.

WANG, Y. The rise of the 'shareholding state': Financialization of economic management in China. **Socio-Economic Review**, Oxford, Reino Unido, v. 13, n. 3, p. 603-625, 2015.

WHY CHINA Changed the Rules on Jack Ma's Ant Group. **Bloomberg**, Nova Iorque, EUA, 05 no. 2020. Disponível em <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-11-05/why-china-changed-the-rules-on-jack-ma-s-ant-group-quicktake>. Acesso em: 07 nov. 2020.

WORLD FEDERATION OF EXCHANGES (WFE). **Total Equity Market – Market Capitalization (Shanghai and Shenzhen Stock Exchanges): Statistics Report**. Londres, Reino Unido, 2020. Disponível em: <https://www.world-exchanges.org/our-work/statistics>. Acesso em: 05 nov. 2020.

WRIGHT, L.; FENG, A. COVID-19 and China's Household Debt Dilemma. **Rhodium Group**, Hong Kong, 2020. Disponível em: <https://rhg.com/research/china-household-debt/#:~:text=In%20only%20five%20years%2C%20household,US%20levels%20in%20absolute%20terms>. Acesso em: 04 nov. 2020.

XIAOTIAN, W. Full convertibility of the yuan ruled out. **China Daily**, Pequim, China, 18 dez. 2012. Disponível em: http://www.chinadaily.com.cn/china/2012-12/18/content_16027242.htm. Acesso em: 04 nov. 2020.

YANG, Y.; WILDAU, G. Chinese banks disguise risky loans as 'investments'. **Financial Times**, Pequim e Xangai, China, 29 abr. 2016. Disponível em: <https://www.ft.com/content/9fcbdedc-0d16-11e6-b41f-0beb7e589515>. Acesso em: 04 nov. 2020.

ZENG, F.; HUANG, W.; HUENG, J. On Chinese Government's Stock Market Rescue Efforts in 2015. **Modern Economy**, Irvine, EUA, v. 7, n. 4, p. 411-418, 2016.

ZENGLIN, M.; KÄRNFELT, M. China's caution about loosening cross-border capital flows. **Mercator Institute for China Studies (MERICS)**, Berlim, Alemanha, 19 jun. 2019. Disponível em: <https://merics.org/en/report/chinas-caution-about-loosening-cross-border-capital-flows>. Acesso em: 04 nov. 2020.