



## Keynes, Schumpeter e Minsky em Pequim: uma interpretação teórica da dinâmica da centralização financeira chinesa pós-reforma de 1978

*Ivo Costa Novais<sup>1</sup>*  
*Victor Emmanuel Feitosa Hortencio<sup>2</sup>*  
*Uallace Moreira<sup>3</sup>*

**Resumo:** No início deste século, a China já contava com um dos maiores e mais volumosos recursos de financiamento estatal do mundo. A expansão desse modelo, liderado e centralizado pelo Estado, foi o episódio que conduziu a economia daquele país à crescente importância na arena global. Tal processo se baseou em um movimento de longo prazo e teve implicações de largo alcance e no seu desenvolvimento econômico, sobretudo na arquitetura financeira internacional. Diante desse contexto, este artigo busca um posicionamento plural perante o debate teórico sobre a dinâmica de centralidade financeira do Estado chinês. Para alcançar esse objetivo, discute as diferentes contribuições de autores considerados clássicos no entendimento da relação entre Estado e instituições financeiras, apresentadas em uma retrospectiva cronológica, baseada nas principais abordagens e conceitos referentes à formação e ao crescimento dos bancos, bem como sua relação com o financiamento do desenvolvimento econômico. Foram revisitadas as diretrizes teóricas traçadas nas análises de Schumpeter (1997), Hilferding (1985), Stiglitz (1993), Zysman (1983), Keynes (2012) e Minsky (2008), na tentativa de ilustrar a relação estreita (e estratégica) entre financiamento estatal e o desenvolvimento econômico chinês.

**Palavras-chave:** China. Centralização financeira. Modelos teóricos. Desenvolvimento econômico.

## Keynes, Schumpeter and Minsky in Beijing: a theoretical interpretation of the dynamics of Chinese financial centralization after the 1978 reform

**Abstract:** At the beginning of this century, China already had one of the largest and most voluminous resources of state financing in the world. Thus, the expansion of this state-led and centralized model was the episode that led its economy to a growing importance in the global arena. This process was based on a long-term movement that had far-reaching implications for the future of its economic development, above all, in the international financial architecture.

<sup>1</sup> Doutorando do Programa de Pós-Graduação em Economia da Universidade Federal da Bahia (PPGE-UFBA). ID ORCID: 0000-0002-0699-0944. E-mail: [ivoabaira@hotmail.com](mailto:ivoabaira@hotmail.com).

<sup>2</sup> Doutorando do Programa de Pós-Graduação em Economia da Universidade Federal da Bahia (PPGE-UFBA). ID ORCID: 0000-0002-9553-398X. E-mail: [victor.vefh@gmail.com](mailto:victor.vefh@gmail.com).

<sup>3</sup> Doutor em Desenvolvimento Econômico pelo Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (IE-Unicamp). Professor Adjunto da Faculdade de Economia da Universidade Federal da Bahia (FCE/UFBA). ID ORCID: 0000-0002-8902-816X. E-mail: [uallacemoreira@gmail.com](mailto:uallacemoreira@gmail.com).

Given this context, this article seeks a plural position in the theoretical debate on the dynamics of financial centrality developed by the Chinese State. To achieve this goal, we sought to discuss the different contributions of authors considered classics in understanding the relationship between the State and financial institutions, presented from a chronological retrospective based on the main approaches and concepts related to the formation of banks, their growth process and their relationship with the financing economic development; to this end, the theoretical guidelines of the analyzes of Schumpeter (1997), Hilferding (1985), Stiglitz (1993), Zysman (1983), Keynes (2012) and Minsky (2008) were revisited in an attempt to illustrate the close and strategic relationship between state financing and Chinese economic development.

**Keywords:** China. Financial centralization. Theoretical models. Economic development.

**Classificação JEL:** O10; O53; P16

## 1. Introdução

O sistema financeiro chinês é difícil de ser analisado e tem uma característica que lhe é peculiar, sua reforma se consolidou em um período relativamente curto. Algumas décadas atrás, a China possuía apenas um banco, público, que desempenhava o papel de banco comercial, de desenvolvimento e Banco Central. No início deste século, o sistema financeiro do país avançou e tornou-se um dos mais volumosos recursos para financiamentos do mundo (ELLIOTT; YAN, 2013).

A expansão desse modelo, liderado e centralizado pelo Estado, foi o episódio que conduziu a economia daquele país à crescente importância na arena global. Tal processo ocorreu em longo prazo e trouxe implicações para o desenvolvimento econômico, sobretudo para a arquitetura financeira internacional, que sofreu grandes mudanças no século XXI. A China passou a ocupar posição de liderança e aumentou a sua hegemonia na economia mundial, saltando do patamar de economia emergente (ou em desenvolvimento) para economia desenvolvida.

A China não poderia seguir o modelo do sistema financeiro chinês dos demais países, dado que possuía características próprias e o mercado interno era pouco desenvolvido. Assim, montou uma estrutura com base em diretrizes sustentadas pelos elementos-chave das análises de Schumpeter (1997), Hilferding (1985), Stiglitz (1993), Zysman (1983), Keynes (2012) e Minsky (2008). As teorias desses autores compartilham os seguintes pontos em comum na discussão sobre políticas financeiras: Estado desenvolvimentista no centro da aplicação das políticas públicas; centralidade na disponibilidade de créditos e financiamentos; papel estratégico e controle dos bancos públicos no direcionamento de recursos para financiamento em longo prazo;

controle e regulação do sistema financeiro para evitar processos especulativos (BURLAMAQUI, 2015).

O objetivo deste artigo é adotar um posicionamento sobre a dinâmica da centralidade financeira no Estado chinês. Trata-se de pressuposto assente em uma economia com características próprias, que esteve à margem do mercado mundial, e que rompeu com o então status político para propor um novo modelo de desenvolvimento. Fator determinante para esse rompimento foram reformas econômicas na década de 1970 que, não obstante a condição da China (sociedade socialista), se efetivaram, mediante integração entre mercado e Estado centralizador, e validaram-se “a partir das contribuições de alguns dos principais clássicos do desenvolvimento” (JABBOUR, 2019, p. 160).

Para alcançar o objetivo proposto, esta pesquisa apresenta contribuições de autores considerados clássicos no debate sobre a relação entre Estado e instituições financeiras. Faz, ademais, uma retrospectiva, em ordem cronológica, das primordiais abordagens e conceitos referentes à formação e ao crescimento dos bancos, e discute a relação destes com o financiamento do desenvolvimento econômico, em particular, de países de industrialização tardia, a China, por exemplo.

Esta investigação é relevante porque visa contribuir para a discussão sobre fatores que, segundo as teorias financeiras, foram, ao longo do tempo, importantes para a formação, desenvolvimento, centralização e integração do mercado financeiro, cujo principal operador são os agentes econômicos dos governos. As principais teorias de desenvolvimento do sistema financeiro sugerem um efeito positivo na relação entre as trajetórias de crescimento das operações de crédito e o papel desse financiamento no desenvolvimento econômico. Nesse contexto, fortalecer o Estado na condição de agente fomentador desse desenvolvimento foi uma solução que se apresentou, principalmente após o surgimento do modelo keynesiano nas primeiras décadas do século XX (CASTRO, 2006).

Este artigo apresenta os principais modelos teóricos que contribuíram para a construção desses conceitos e que explicam por que a centralização financeira, dinâmica comandada pelo Estado, constitui estratégia essencial ao desenvolvimento econômico. Para isso, divide-se, além desta introdução, em mais três seções: na seção seguinte, faz-se o relato histórico das teorias que ratificam elementos-chave desta análise; na terceira seção, analisa-se o fundamento dessas teorias para o financiamento em longo prazo; por fim, a última seção adota um posicionamento e mostra as conclusões acerca das teorias apresentadas.

## **2. Modelos teóricos e a função do capital financeiro**

### **2.1 Hilferding e o modelo dos bancos**

Hilferding (1985) faz uma análise do capital financeiro com base nos escritos de Marx e descreve os movimentos de reorganização sob o domínio do capital financeiro, caracterizados pela associação desse capital ao capital produtivo. Para o autor, o acesso fácil ao crédito, condição em que as empresas estabelecem relações especiais com os bancos, demonstra o domínio do capital financeiro (OLIVEIRA; CASTRO, 1981). Os pontos de anomalia ao longo do ciclo produtivo são uma possibilidade de cessão momentânea de crédito, em que se corrige o descompasso temporal entre o capital monetário disponível e o requerido, e se propõe uma solução para a relação econômica entre dinheiro e crédito (COUTINHO, 2013).

Coutinho (2013) traz refinamento ao estudo da economia de crédito feito por Hilferding e considera as novas tecnologias o ponto central da discussão. Tal como idealizou Schumpeter (1997), as novas tecnologias transformam a firma e são responsáveis por elevar o seu arranjo societário, cujo portfólio é constituído de ações, com o objetivo de obter financiamento para projetos de inovação. O sistema bancário seria a síntese do capitalismo organizado, caracterizado pela redução da concorrência e pela formação de cartéis e trustes. Esse processo modificou completamente a dinâmica da concorrência e apresenta uma nova concepção para as operações de crédito, porque as transações entre capitalistas e produtores dependem do crescimento da produção, que acentua o seu efeito multiplicador na sua circulação, disponibilizando um volume maior de recursos para o crédito.

Hilferding (1985, p. 87) define a função dos bancos, enfatiza a importância da solvência financeira e a necessidade de essas entidades mostrarem credibilidade nas transações, já que serão responsáveis pela compra e venda de títulos. Tais ações são nada mais que a substituição das suas notas promissórias por notas bancárias. O autor assevera: “É necessário ser conhecida a credibilidade do título que irá funcionar como meio de circulação e como meio de pagamento. Cabe ao banco, igualmente, exercer essa função. Ambas as funções o banco as desempenha na compra do título”.

De acordo com Hilferding (1985), o crédito de capital para investimento envolve transferência de recursos excedentes do proprietário - que não pode empregá-lo como capital - para outros empresários, que pretendem usá-los como crédito para investimento. Trata-se de um modelo que alterou a forma de oferecer crédito e a relação entre bancos e indústrias. Essa definição de capital financeiro mostra as inter-relações das diferentes esferas do capital e permite identificar as respectivas funções em cada etapa de sua circulação na economia. A finalidade maior do capital financeiro e do sistema financeiro, em sua totalidade, seria colocar à disposição

do setor produtivo os recursos necessários para sua expansão (LINS, 1995). Essa dinâmica, descrita por Hilferding (1985), foi observada após as reformas da década de 1970 e moldou a atuação das instituições financeiras chinesas (e suas ramificações), que operavam como bancos comerciais, de investimentos, e passaram a representar o mais recente movimento do capitalismo financeiro.

Essa mudança contribui para a concentração dos grandes capitais. Em poder dos bancos, esse volume tende a crescer e a possibilitar a realização de investimentos em escala, o que reduz o risco e eleva os juros devido ao poder de mercado do setor (HILFERDING, 1985). Tendo em vista que esses recursos são escassos, a crescente elevação da massa de crédito para programas de desenvolvimento direcionados a setores específicos caracteriza o papel dessa concentração, que tem no Estado o cerne do processo. No caso da economia chinesa, o Estado foi o centro e o mais importante agente da reforma financeira, responsável pela abertura comercial, por integrar o sistema financeiro ao mercado internacional e estimular/formular as estratégias produtivas de investimento do país, tornando-se uma nova rota comercial do mundo globalizado.

A principal falha das conclusões de Hilferding (1985), conforme aponta a crítica de Coutinho (2013) e de Lins (1995), é não dimensionar mais detalhada e efetivamente a origem dos recursos para o uso do crédito. Desse modo, dar a dimensão adequada significa, desde a verificação superficial do funcionamento e arrecadação das Bolsas de Valores à completa análise da formação e desenvolvimento dos bancos e do capital financeiro. Na opinião dos autores, essa análise é bastante importante, porém, é realizada de forma subjetiva, mesmo alterando em definitivo as concepções sobre a intermediação financeira. O modelo de Hilferding (1985) não explica a disseminação das estruturas financeiras especulativas nem a situação de fragilidade imposta constantemente aos países. Dentro do arcabouço teórico, esse não foi um traço marcante da economia chinesa, que não contava com a atuação do capital especulativo no mercado financeiro. Outra característica é a mudança na composição do capital empresarial, em que o acionista se converte em mero capitalista monetário. O pagamento de dividendos aparece tanto na condição de incentivo quanto para auferir parte dos juros. Esse incentivo mostra que a oferta dos referidos títulos seria diretamente proporcional à sua segurança, uma relação que explica a estrutura das taxas de juros e as cotações dos títulos.

A elevação da massa de capitais disponível para investimento dimensiona o novo papel do capital financeiro, de modo que a sua concentração permite o acesso a novas tecnologias e a economias de escala. Na análise de Hilferding (1985, p. 219), “o capital financeiro se desenvolveu com o desenvolvimento da sociedade anônima, e alcança o seu apogeu com a monopolização da indústria”. Tal argumento indica, em primeiro lugar, que os capitalistas financeiros atingem o

mais alto poder em detrimento dos capitalistas produtivos; em segundo, com a concentração desse capital, o capitalista proprietário do capital fictício e o proprietário dos meios de produção são o mesmo agente.

O que se observou na China foi um setor financeiro em que Estado e bancos de fomento são protagonistas, sempre alinhados às políticas de desenvolvimento nacional. Essa estrutura foi desenhada na reforma de 1978, mas consolida-se e volta-se para os grandes financiamentos (custeados principalmente por bancos de investimento), após a aprovação da Lei do Banco Central, da regulamentação dos bancos comerciais e dos direitos societários, na década de 1990. A criação e a segmentação dos bancos de fomento potencializaram o financiamento do sistema produtivo, os chamados *policy banks*<sup>4</sup>, direcionados à agricultura, ao comércio exterior e à própria infraestrutura doméstica chinesa (BURLAMAQUI, 2015).

## 2.2 Schumpeter: o papel do sistema financeiro

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

A inovação, sem dúvida, possibilita o crescimento econômico e os lucros extraordinários, portanto, é de vital importância financiá-la, visto que o empreendedor é um devedor nato que precisa dos recursos dos bancos, em outras palavras, “é o devedor típico na sociedade capitalista” (SCHUMPETER, 1997, p. 107). O crédito é essencial ao desenvolvimento e o empresário, agente central desse processo. Com base nisso, Schumpeter afirma que a necessidade de investimento é característica essencial ao empresário, ou seja, o empresário será, de fato, um empresário se, antes, for um devedor. Na maioria das vezes, os fundos que se acumularam na empresa não são suficientes, assim o papel do crédito e das instituições financeiras passa a ser adicionado em grandes volumes ao capital para servir de alavanca para o crescimento econômico, gerando um ciclo expansivo de crescimento. O papel do crédito é indicar o comportamento para aquisição de bens, podendo interferir na essência da produção e definir de forma dirigida o investimento. A natureza e a intensidade desse comportamento vão delimitar a produção e as necessidades dos indivíduos e das empresas, bem como o resultado e as condições do financiamento.

---

<sup>4</sup> A *policy banks*, na década de 1990, envolvia um projeto de fomento aos setores da agricultura, do comércio exterior e da infraestrutura doméstica, especialmente voltadas às empresas estatais, para aliviar a carga dos bancos comerciais, realizar empréstimos dirigidos a esses setores e, conseqüentemente, manter as políticas de desenvolvimento econômico. Três novos bancos estatais de desenvolvimento estabeleceram-se em 1994: 1) o State Development Bank; 2) o Agricultural Development Bank; 3) e o Export-Import Bank (CHOW, 2018).

Nesse cenário, o empresário consegue obter lucros expressivos com o desenvolvimento, o que garante às instituições financeiras retorno do investimento. Schumpeter (1997, p. 118) afirma que a finalidade principal do capital é a evolução da atividade econômica, e isso ocorre quando se amplia a função do capital produtivo, “um meio de desviar os fatores de produção para novos usos, ou de ditar uma nova direção para a produção”.

Na afirmação de Schumpeter (1997) está o conceito de migração do excedente da produção, fonte de pagamento do risco do investimento, dos custos da operação e da produção, além da parte a ser deixada aos produtos, o lucro. Nesse ponto, incluem-se questões correspondentes ao risco envolvido no crédito, às precauções e garantias da sua produção, seguros e custos, legitimando a retirada do lucro obtido mediante intermediação financeira. Desse modo, Schumpeter separa a atividade do empresário da do capitalista. A função do capitalista é oferecer crédito, tarefa que não pode ser realizada pelo excedente da produção, já que este remunera o capital emprestado na forma de juros. Conforme esclarece Martins (2012), ao conceder crédito, os bancos trocam um direito pelos fluxos de renda futuros, cuja produção que lhes servirá de lastro ainda não procedeu ao adiantamento ou à transferência de poder aquisitivo ao empresário.

A ideia principal da análise de Schumpeter é: o investimento requer adiantamento de recursos financeiros que ainda não existem. Dessa forma, o investimento precede o crescimento, e o crédito passa a ser uma evolução do capitalismo, a oportunidade de lucro que se realiza quando esse investimento ganha forma e é remunerado (CASTRO, 2006). O investimento proporciona o crescimento da empresa e abarca dois movimentos: primeiro, o fluxo circular condiciona a reprodução econômica existente, mantendo-a constante, sem alterar a criação de riqueza, de modo que os meios de pagamentos circulem em velocidade fixa; segundo, o investimento impulsiona as inovações, as empresas tendem a buscar produtos e processos para alcançar um novo patamar em relação às concorrentes e obter maiores lucros. Nesse momento, perde-se o equilíbrio e, conseqüentemente, atinge-se um novo fluxo circular.

Schumpeter define o papel do empreendedor e a variedade de indivíduos que podem preencher essa função, mas é a corrente neo-schumpeteriana que atribui ao Estado a condição de emprestador de última instância, aquele que assume o risco financeiro desse novo produto. Mazzucato (2014, p. 242) declara que o termo “estado empreendedor” refere-se ao papel “fundamental do Estado ao assumir os riscos do capitalismo moderno” e, por conseguinte, atuar ativamente na força empreendedora. Nessa perspectiva, o Estado deve assumir o risco do investimento e da criação de mercados, em vez de apenas corrigir as falhas.

Segundo Burlamaqui (2015, p. 285), na China existe a presença de um Estado empreendedor robusto. Considerado nesses termos, trata-se de um Estado que combina duas funções: prestador de última instância (fiador dos empréstimos bancários e das dívidas corporativas) e “investidor de primeira instância (formulador e financiador de políticas industriais, de inovações tecnológicas e da infraestrutura por meio dos bancos)”.

O volume necessário ao crescimento econômico altera-se justamente em razão do desenvolvimento obtido com o investimento anterior. Ao inovar, a empresa cresce e precisa, cada vez mais, de volumes de recursos para o seu investimento. Esse processo faz não só a empresa concentrar a produção e, conseqüentemente, o mercado, mas também condiciona as empresas de crédito a buscar mais recursos para atender à demanda e concentrar o financiamento. Os bancos públicos na China foram os grandes responsáveis por liderar essas políticas de crédito e elevar o volume de financiamento do país após a reforma de 1978. Conforme assevera Arrighi (2008), constata-se o resultado dessas ações nos movimentos de capitais mundiais, que passaram a mudar a sua rota para aumentar a margem de ganhos, um desenvolvimento baseado no uso intensivo de mão de obra e poupador de energia.

Para Deos (2015), o setor bancário chinês, pós reforma de 1978, constituiu-se mediante sistema de crédito complexo, cuja dinâmica consistiu na criação (ou reorganização) de instituições para atuar em segmentos específicos e direcionar os recursos a setores estratégicos. O sistema absorvia o capital desse crescimento privado e o redistribuía mediante direcionamento das políticas de crédito, sendo a presença estatal, fator preponderante dessa engrenagem. Desse modo, o Estado foi o responsável pela capitalização dos recursos necessários aos investimentos inovadores que moldaram o crescimento chinês. Com base nisso, Schumpeter (1997) apresenta a principal função do mercado de crédito: financiar o desenvolvimento. Trata-se de um propósito que faz o empresário habilitado adquirir os bens necessários à sua produção, com base no seu poder de compra e em nova demanda. Esta é constituída mediante investimento do empresário, que torna o mercado a própria fonte de rendimento, já que o lucro obtido servirá para investimento futuro. Diante disso, ao debater sobre a relação entre inovação, empresário, capitalista e sistema financeiro, Schumpeter evidencia a condição essencial da estratégia de centralização financeira, mecanismo de política de desenvolvimento econômico.

### **2.3 A atuação do Estado e o sistema financeiro keynesiano**

Até 1929, quando ocorreu a grande depressão da bolsa de Nova York, os modelos econômicos hegemônicos se amparavam no estudo e implementação de políticas econômicas, fundamentados no “Modelo Clássico”. Seu principal autor, o francês Jean-Baptiste Say, formulou o que, posteriormente, denominou-se “lei dos mercados de Say”, segundo a qual, toda produção

criava uma demanda necessária para absorvê-la. Foi David Ricardo, porém, quem deu consistência teórica à “lei de Say”, que passou a integrar (coerentemente) a análise de diversos problemas econômicos do capitalismo. Mais tarde, John Stuart Mill encarregou-se de transformá-la em dogma dos economistas neoclássicos. Nessa teoria, revelou-se a crença no poder dos agentes privados, os quais detinham a exclusividade na alocação dos recursos financeiros até o início do século XX (IORIO, 2017).

A partir do início do século XX, mais intensamente após a crise mundial de 1929, com a hegemonia do modelo Keynesiano e a introdução do Estado nos sistemas financeiros, muda-se a linha de pensamento. Rompe-se, por conseguinte, com a lógica de mercados autoajustáveis proposta pelos clássicos e apresenta-se um novo paradigma para o desenvolvimento econômico. Nesse modelo, o papel primordial do Estado é promover a interação entre o mercado financeiro e o produtivo, e, na condição de agente autônomo, alavancar o consumo e o investimento (TAVARES; CARVALHEIRO, 1985). Na China, a reforma de 1978 baseia-se nesse conceito e, por intermédio de um Estado forte, centralizador das políticas e promotor do desenvolvimento, inaugura um importante processo de transmutação do sistema financeiro. O novo sistema constitui-se de quatro grandes bancos estatais, o “big four”<sup>5</sup>, e dos bancos especializados e de investimento, e caracteriza-se, sobretudo, pelo crescimento da intermediação dos financeiros e dos volumes de crédito.

De acordo com a análise de Keynes (2012), a atuação do Estado define o volume de investimento suficiente para absorver o excesso de produção total e, assim, justificar o nível de emprego. A propensão ao consumo condicionar-se-á a essa atuação e definirá o nível de emprego — cujo equilíbrio não depende mais do incentivo dos empregadores para expandir, ou retrain, o número de empregados — que só se alteraria em volume ou no seu preço (salário) mediante variação no investimento corrente. O nível de produto tende a sujeitar-se às decisões do empreendedor, cujas escolhas baseiam-se nos níveis de tecnologia e nas expectativas da economia. O conceito de expectativa também é muito importante na teoria keynesiana. Com base nele se definem a taxa de juros e a opção pelo investimento.

A taxa de juros, por ser um fenômeno monetário, determinado pelas políticas econômicas, por estratégias de crédito e, de acordo com a teoria da preferência, pela liquidez, não

---

<sup>5</sup> Até a reforma de 1978, havia apenas um banco no país, o Banco do Povo da China (People’s Bank of China — PBC), que serviu tanto como banco central, como também banco comercial. Após a reforma, em 1983, o Conselho de Estado concedeu ao PBC a autoridade de banco central e, posteriormente, transferiu operações comerciais para quatro bancos especializados: o Banco Agrícola da China (Agricultural Bank of China — ABC) para o setor rural; o Banco Industrial e Comercial da China (Industrial and Commercial Bank of China — ICBC) para os setores industrial e comercial; o Banco de Construção Popular da China (Bank of China Construction Popular — PCBC) para investimentos fixo de longo prazo e o Banco da China (Bank of China — BOC) para o negócio de câmbio. Essas quatro instituições financeiras constituíram o chamado *big four*, “quatro grandes” (QIAN, 1999).

reflete a produtividade do capital. A poupança por si não garante o investimento, para que este ocorra é preciso que a economia crie liquidez. O conceito de liquidez está relacionado à taxa de juros, que é a recompensa à renúncia pela liquidez dos detentores dos recursos, que irão financiar projetos ilíquidos<sup>6</sup>. Quanto maior a liquidez maior o retorno de investimento, menor a incerteza na economia e, por conseguinte, maior a taxa de poupança (CASTRO, 2006).

Martins (2012) complementa esse entendimento e declara que a expansão do investimento e da economia produz efeito também sobre a renda que, além de influenciar os gastos correntes, determina aos agentes a expectativa de crescimento. Segundo Lin e Shen (2018), com a reforma de 1978, a China passou a desenvolver setores nos quais obtinha vantagens comparativas (manufaturas, por exemplo). Ao promover um expressivo aumento das exportações, ganhou competitividade no mercado internacional. Esse crescimento permitiu ao país elevar a renda, modernizar suas indústrias e o setor financeiro. Depois disso, a economia passou a absorver um otimismo fundamentado em expectativas positivas para manter e perenizar o desenvolvimento.

A reforma, contudo, não depende apenas do crescimento da renda, mas de um conjunto de ações e condições que dinamizam a economia. Na análise Keynesiana, o “incentivo para investir depende, em parte, da curva da demanda do investimento e, em parte, da taxa de juros” (KEYNES, 2012, p. 122). A relação entre liquidez e desenvolvimento necessita, além dos recursos disponíveis por longos períodos, de uma margem de lucro para repor os juros pagos, de um mercado em que a alocação dos recursos ocorra de forma eficiente, reduzindo o cenário de incertezas em longo prazo. Visto vez que esse cenário não é comum em economias em desenvolvimento, o Estado deve calcular a eficiência marginal do capital em longo prazo e propor maior organização e alocação dos investimentos. A lógica da centralização financeira com a finalidade de direcionar recursos se torna, portanto, essencial.

Esse investimento não se refere apenas à acumulação de capital fixo e, fundamentado na análise de Castro (2006), depende de três fatores: primeiro, recursos financeiros próprios; segundo, variação nos lucros e no estoque de capital fixo; terceiro, progresso tecnológico. Ao analisar a disponibilidade de recursos, Keynes (2012) mostra que o financiamento requer uma fonte de recursos líquidos, ou “*finance*”, normalmente disponíveis para empréstimos com prazos curtos. Os investimentos necessitam, ademais, de prazo para maturação, de modo que os proprietários desses recursos devem se abster da preferência pela liquidez durante um tempo maior, o denominado “*funding*”.

---

<sup>6</sup> Os projetos são ilíquidos quando precisam de um tempo suficientemente grande para reaver os valores investidos para a sua execução, ou seja, o tempo de maturação para o investimento retornar o lucro proposto.

“*Finance*” é uma função dos bancos e consiste na disposição para emprestar. O conceito de incerteza influencia essa decisão, já que se trata da propensão para enfrentar risco futuro. Na análise do “*funding*”, os fundos são constituídos considerando a preexistência de recursos, e estes haveres podem impulsionar o crescimento econômico. O problema para propor esse investimento não é a existência ou o volume da poupança, mas a sua forma de alocação, logo, as expectativas em longo prazo dos empreendedores vão incentivar as famílias a manter, por um período maior, esses recursos e os lucros alcançados, os quais servirão de parâmetro para viabilizar novos investimentos (CASTRO, 2006). Dado que esse novo investimento será “autofinanciado”, os capitalistas (investidores) poderão emitir títulos de crédito no mesmo valor e, dessa forma, saldar os empréstimos bancários assumidos. Esses lucros, somados aos movimentos anteriores, foram responsáveis pelo crescimento expressivo da poupança interna da China nesse período. Mesmo com um sistema bancário constituído por meio de empresas estatais, os mecanismos comerciais de incentivo à concorrência e à autonomia foram inseridos no contexto da reforma<sup>7</sup>. A introdução de critérios comerciais nos empréstimos bancários dos bancos estatais, declara Medeiros (2012), elevou o crescimento empresarial, por conseguinte, seus lucros e a poupança interna.

Cabe ressaltar, contudo, quanto mais eficientes os mercados, mais independente é a sua atuação, o que nem sempre resulta em desenvolvimento econômico dos países, mas em movimentos especulativos que visam o lucro em curto prazo e podem causar crises econômicas. Exemplo disso foi a crise asiática na década de 1990. A intervenção do Estado é necessária para combinar eficiência com desenvolvimento. Na análise de Castro (2006), esse efeito, aliado às inovações, vai proporcionar o crescimento da poupança externa — que é o investimento externo do país — e determinar o desenvolvimento em longo prazo. Países que recebem grandes volumes de poupança externa podem utilizar tais recursos para investimentos em longo prazo. Quanto maior o investimento, melhor o desempenho da economia. Foi o que se observou nas economias asiáticas: a industrialização voltada à exportação reforça os grandes volumes da poupança externa.

Desse modo, o efeito líquido da combinação das inovações com a poupança externa determinará o desenvolvimento em longo prazo. Se um país recebe um grande volume de investimentos externos, esses recursos impulsionarão o crescimento, elevando a economia a um

---

<sup>7</sup> A Reforma das Empresas Estatais<sup>7</sup> (SOE — *State-Owned Enterprises*) concedeu-lhes autonomia empresarial, incluindo a retenção dos seus lucros. As empresas ganharam mais autonomia, o direito de produzir e de vender produtos para o mercado depois de cumprir as quotas do governo, bem como autoridade para promover gerentes sem a aprovação do governo. Ademais, a retenção dos lucros serviu de mecanismo de autofinanciamento e elevação da poupança interna. Esse sistema representou o pilar da reforma industrial, seu objetivo foi dar autonomia às indústrias quanto ao uso dos lucros acumulados, ao planejamento da produção, investimento de seu capital e à livre formação de preços (QIAN, 1999).

novo patamar. O investimento define, portanto, o lucro, o consumo e os novos investimentos dos capitalistas. Se o investimento aumenta, a poupança se movimenta na mesma direção. Por isso, a taxa de juros não é determinada pela demanda e oferta de capital novo, e sim pela demanda e oferta de moeda, um investimento “autofinanciado”<sup>8</sup>.

Kalecki (1977) defende a separação das taxas de juros, devido às muitas oscilações das taxas em curto prazo e à dificuldade de se prever as taxas em longo prazo. Ademais, tendo em vista que o investimento depende da taxa de juros e das expectativas em longo prazo, a decisão sobre o capital investido deve ser tomada em um ambiente de incerteza. A incerteza, associada às expectativas em longo prazo, vai definir, pois, o desenvolvimento dos países. Kalecki (1977) afirma que as economias possuem flutuações cíclicas, e o nível de renda oscila de acordo com o tempo e o padrão de crescimento<sup>9</sup>. Economias menos desenvolvidas não conseguem manter o padrão de crescimento por longos períodos, mantendo níveis mais baixos de desenvolvimento. Apesar do baixo crescimento econômico e de uma indústria praticamente inexistente, poucas décadas após a reforma de 1978, a China conseguiu transpor essa barreira e tornou-se uma economia pujante, centrada no desenvolvimento industrial, liderado e financiado pelo Estado, com os bancos estatais na condição de protagonistas na execução das políticas de crédito e do desenvolvimento econômico (BURLAMAQUI, 2015).

#### 2.4 A importância das instituições financeiras: abordagem histórico institucional

Segundo a abordagem histórico institucional, as instituições são peças importantes no processo de tomada de decisão. Essa intervenção visa a promover o desenvolvimento do país, mas pode ter efeito antagônico no crescimento econômico. Nesta análise, o principal papel do sistema financeiro é alocar poupança em projetos de investimento. O conceito de eficiência de mercado de capitais é substituído por ferramentas capazes de comparar diferentes estruturas financeiras e criar instrumentos que reduzam essa incerteza. No lugar do conceito de eficiência de Pareto, o conceito de funcionalidade varia nos diferentes países, em razão do nível de desenvolvimento de cada um. Na ausência de poupança ou de mercado de capitais, a relação entre o setor bancário e a indústria pode ser uma solução (CASTRO, 2006).

Conforme a análise de Zysman (1983), a relação entre governo e mercado conduz ao crescimento. Nessa condição, o governo atua, principalmente, em prol do financiamento em longo prazo. O desafio comum para as economias em desenvolvimento ou com industrialização

<sup>8</sup> O sentido de autofinanciamento está na relação entre a reprodução do lucro em novo ciclo de desenvolvimento. Para Kalecki (1977), uma consequência do lucro como resultado do investimento proposto, é a sua introdução no consumo e no novo investimento pelos capitalistas. Assim, o crescimento do investimento eleva a poupança e proporciona um novo ciclo de financiamento.

<sup>9</sup> Ver Kalecki (1977), capítulo 14 - O Processo de Desenvolvimento Econômico – A tendência a longo prazo e o ciclo econômico.

tardia é o financiamento em longo prazo. Em determinados países, onde o mercado de capitais não atingiu o nível de liquidez adequado e inexistem grandes volumes de poupança, reside no crédito um viés de curto prazo nos financiamentos. Castro (2006) afirma que, nos países em desenvolvimento ou com industrialização tardia, essa medida tende a manter os juros mais altos, para compensar a taxa de inadimplência e a falta de política pública de empreendedorismo e inovação, forçando os governos a atuarem de forma intervencionista, com o propósito de viabilizar investimentos em longo prazo.

Nesse cenário, quando a economia cresce e atinge taxas elevadas, por um lado, o sistema financeiro se beneficia com empréstimos em curto prazo, por outro, as empresas precisam buscar meios para conseguir créditos em longo prazo. Com isso, visto que nesses países o mercado é pouco desenvolvido, as empresas servem-se do autofinanciamento e do crédito externo. No período pós-reforma de 1978, o mercado era pouco desenvolvido. As autoridades chinesas também adotaram maneiras de influenciar a alocação do crédito bancário, valendo-se de sua influência nas principais instituições financeiras de propriedade estatal e, em certa medida, do grau elevado de repressão no direcionamento das políticas de crédito, se considerada a média dos demais países (HUANG; WANG, 2018).

Na análise de Zysman (1983, p. 179), apresentam-se três espécies de sistemas financeiros: o primeiro, amparado no mercado de capitais e no livre comércio, cujos preços seriam constituídos de acordo com as regras estabelecidas por um mercado competitivo; o segundo, fundamentado em crédito com alocação e juros administrados pelo governo; e o terceiro, formado por crédito e instituições financeiras privadas, não diretamente submetidas às políticas governamentais. Nesse sentido, ou se tem capacidade de competir por recursos para investimentos ou ficará à margem do desenvolvimento. Alinharam-se as condições para o Estado intervir no mercado e obter recursos, conforme descreve o autor:

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

Tais requisitos não possibilitam maior competitividade ao governo, mesmo este se mostrando aberto a proteger e a subsidiar a indústria local. Em economias em desenvolvimento, não existem políticas de incentivo ao empreendedorismo e à inovação. Esse fato torna mais evidente a falta de competição no mercado. Desse modo, a atuação do governo deve estar voltada a viabilizar investimentos em longo prazo, conforme defende Zysman (1983).

Goldsmith (1969) apresentou uma análise relacionada a esse contexto e foi um dos precursores dos estudos empíricos que medem as mudanças nas estruturas dos mercados financeiros para, assim, estabelecer padrões e melhorar seu funcionamento. O autor inclui no debate o papel do financiamento e a sua importância na evolução das estruturas financeiras. Goldsmith (1969) ressalta que a estrutura financeira se altera à medida que o país se desenvolve. Diante desse desenvolvimento, os bancos aumentam a sua importância na alocação de crédito, os sistemas não bancários se tornam mais eficientes e o mercado financeiro mais robusto, resultando em mais diversidade financeira e maior volume de crédito disponível.

Não obstante esses efeitos positivos, comparações entre os sistemas financeiros devem ser feitas com cautela. Sabe-se que o crescimento desse mercado está vinculado ao crescimento econômico, mas, conforme o estudo de Goldsmith (1969), outros fatores que também influenciaram tal crescimento devem ser considerados, para que as comparações não apontem resultados conflitantes. Outro ponto de destaque na análise do autor é a maturação dos mercados. Associados a um setor financeiro eficiente, diversificados e com alta liquidez, os mercados elevam o nível de desenvolvimento do sistema bancário e são capazes de prever o ritmo de crescimento ao longo de décadas.

Os conceitos analisados mostram que, do ponto de vista da abordagem institucional, não existem arranjos ótimos que desconsiderem o contexto histórico e o nível de desenvolvimento. As práticas adotadas pelo Estado chinês pós-reforma, com base nas evidências teóricas e empíricas, e na dinâmica de financiamento centralizada nas políticas e decisões do governo central, promoveram políticas de crédito direcionadas e consistentes, e conseguiram equacionar as soluções para alocar e recompor recursos para seus investimentos. A teoria está mais voltada à incerteza do que ao risco, e enfatiza situações para as quais não há informação perfeita e em que os mercados não são completos, de modo que a política de centralização financeira se torna a opção viável para estimular o desenvolvimento econômico.

### 1.5 Repressão financeira e as falhas de mercado

O teorema defende a intervenção governamental nas situações em que há falhas de mercado. Tal proposição contesta a eficiência de Pareto<sup>10</sup> e os modelos de McKinnon. A crítica direciona-se a dois pontos considerados fundamentais: a existência de mercados eficientes e a

---

<sup>10</sup> A literatura apresenta duas configurações do Teorema de Bem-Estar: a primeira, baseada no princípio da existência dos mercados eficientes, circunstância em que consumidor e produtor se comportam competitivamente. Se existir um equilíbrio, a alocação de recursos será, na opinião de Pareto, eficiente; a segunda, fundamentada na separação entre distribuição e eficiência. Em mercados competitivos, a distribuição é neutra e, para propiciar o equilíbrio, deve-se utilizar a redistribuição de renda e deixar o mercado interagir. Em geral, será necessário realocar, de forma eficiente, a renda, a participação em ações e as dotações de trabalho para serem redistribuídas (VARIAN, 2016, p. 637).

política econômica neoclássica derivada do modelo de Shaw-McKinnon<sup>11</sup>. No primeiro caso, as próprias forças de mercado podem levar à ineficiência de Pareto e, com isso, justificar a intervenção governamental. No segundo, voltar-se a situações particulares pode resultar, por exemplo, na distribuição entre poupança e investimento, condição que corresponde apenas aos próprios anseios e não a um ganho social. Nesse caso, a intervenção governamental pode melhorar a alocação e a eficiência de recursos (MARTINS, 2012).

Sobre a crítica à lógica de mercados eficientes, de acordo com o princípio da economia de bem-estar, é correto afirmar, as condições em mercados competitivos se tornam ineficientes devido à violação das leis do Teorema de Pareto. As próprias condições do mercado competitivo desrespeitam tais princípios, pois cada unidade visaria apenas à satisfação individual e não à da coletividade. Nesse cenário, o mercado competitivo converge para as falhas de mercado.

Outro ponto em que há violação dos princípios de eficiência de mercado é: as informações não são simetricamente distribuídas entre consumidores e produtores. No caso do mercado de crédito, uma falha na informação envolve riscos e incertezas que vão afetar as taxas de juros praticadas e os custos de transação, bem como inviabilizar o mercado financeiro (CASTRO, 2006). Trata-se de realidade vista principalmente nas economias em desenvolvimento, em que a maturação não contempla todos os mercados. Nesse contexto, a intervenção governamental é necessária porque viabilizar maior competição e mais investimentos pode resultar em bem-estar social, condição que justificaria, por exemplo, a política de centralização financeira para financiar o desenvolvimento econômico do país. O caso da China é típico dessa abordagem, visto que o sistema financeiro pôde ser reprimido para servir à política de desenvolvimento, sem causar instabilidade ao sistema financeiro, mantendo uma combinação com os controles de capital. Tal condição permitiu controlar e elevar o nível de endividamento e obter apoio ao desenvolvimento sem gerar instabilidade ou incentivos à entrada de capitais especulativos. Diante disso, a política financeira adotada ampliou a capacidade tecnológica e abriu janelas de oportunidade para o crescimento econômico daquele país (STUDWELL, 2013).

O Estado deve fazer uma supervisão prudencial para evitar as falhas de mercado, considerando o que mostra a teoria, ou seja, que a economia não está na restrição de Pareto. Conforme o próprio cientista político defendeu, apesar de os mercados não apresentarem resultados ótimos, é impossível a intervenção governamental alterar o bem-estar social. “Em

---

<sup>11</sup> O modelo Shaw-McKinnon associa o desenvolvimento financeiro à liberalização financeira, e qualquer repressão financeira resultaria em limitar o desenvolvimento econômico. Nesse contexto, o sistema financeiro teria papel duplo: o primeiro – a proposta de Gurley e Shaw (1973) – ofertar ativos que remunerem de forma adequada e de acordo com suas preferências; o segundo – a proposta de McKinnon (1973) – fortalecer as instituições financeiras para captar os recursos necessários para a poupança e, desse modo, ofertá-los aos agentes deficitários para alavancar o potencial de investimento na economia (MARTINS, 2012).

situações de falhas de mercado, a intervenção governamental não só é possível, como pode levar a um ganho social” (STIGLITZ, 1993, p. 29). O Estado tem a função de proteger os consumidores e produtores, assim como garantir a solvência e a estabilidade dos sistemas financeiros. A manifestação das falhas de mercado suscita o debate entre liberalização e repressão financeira. Esse debate está relacionado às implicações das teorias do modelo pós-keynesianos e dos novos-keynesianos.

Os novos-keynesianos defendem a tese de que a liberalização financeira não leva a um novo equilíbrio e, ademais, compromete o sistema financeiro. Esse modelo considera a participação governamental por meio de políticas públicas uma alternativa necessária. O Estado deve promover o desenvolvimento financeiro com a finalidade de posicionar e conduzir corretamente o sistema financeiro, de modo a contribuir para uma alocação mais eficiente de recursos e para a trajetória esperada para o crescimento econômico (MARTINS, 2012).

Conforme a proposição dos pós-keynesianos, o desenvolvimento financeiro deve ser analisado de forma mais crítica, considerando a hipótese da instabilidade financeira. Nesse modelo, a intervenção do Estado deve ser funcional, mediante políticas financeiras ativas. Cabe às empresas e às instituições financeiras, pois, buscar mecanismos para financiar inovações que, se bem-sucedidas, serão recompensadas com os lucros extraordinários do período. Minsky (2008) declara que a economia é instável por se tratar de uma finança capitalista, fortemente impulsionada pelas finanças especulativas. Diante de uma instabilidade monetária, os mercados são obrigados a reagir e adotar medidas referentes ao sistema monetário, seja alterando as taxas de juros, seja com a oferta de ativos, de modo que os agentes tendem a diminuir os seus investimentos ou a vender as suas posições de ativos. Em um cenário de crescimento da economia, a tendência dos investidores é correr mais riscos atrás de maior lucratividade. Esse movimento compromete a estabilidade econômica. A regulação financeira tem o papel de limitar tal atuação, reprimindo a especulação e prolongando os ciclos de crescimento econômico (MINSKY, 2008).

A regulação do mercado por parte do governo justifica-se devido à existência das falhas de mercado. A regulação financeira pode ser instituída mediante estabelecimento de limites e de políticas públicas para administrar os riscos, restringir o comportamento oportunista e o poder de mercados dos “tomadores de preço<sup>12</sup>”, garantir mais benefícios públicos do que privados e reduzir as assimetrias de informação. Tal qual descreve o conceito de fragilidade financeira de Minsky (2008), todo financiamento possui duas faces, ou seja, pode gerar crescimento e

---

<sup>12</sup>Tomadores de preço são compradores e vendedores que precisam aceitar o preço que o mercado determina. Esse processo pode ocorrer em mercados competitivos, quando as empresas não conseguem concorrer por preço, ou em mercados oligopolizados, em que o tamanho da firma define a sua situação no mercado (VARIAN, 2016).

desenvolvimento, falência e crise. De modo geral, a mudança nos preços dos ativos pode proporcionar alterações no comportamento geral da economia e ocasionar efeitos opostos (CASTRO, 2006).

Mendonça (2015) declara que o modelo minskyano avança ao discutir de que maneira as decisões sobre investimentos são influenciadas pelos mercados financeiros. Por isso, deve-se entender o papel dos bancos de forma mais ampla, pois estes influenciam decisões acerca de investimento e afetam diretamente a atividade econômica. A estratégia da economia chinesa foi orientar-se por meio de seus planos econômicos de desenvolvimento, com base nas reformas institucionais, em suas políticas de crédito e investimentos levados a efeito por empresas de propriedade do Estado. A dinâmica de centralidade no financiamento proposto pela economia chinesa sustentou as esferas econômicas e serviu de alavanca para o seu desenvolvimento e transformação estrutural (ELLIOTT; YAN, 2013).

Os principais equívocos apresentados no estudo da regulação econômica, conforme Stiglitz (1993), estão: a) na análise de dados por meio de *cross-sectional*<sup>13</sup> e de séries temporais, os quais não distinguem pequenas e grandes repressões financeiras nem as suas causas, promovendo políticas governamentais de forma ineficiente; b) na incorreta compreensão da curva de crédito, já que a elevação desta não depende apenas da taxa de juros interna. Outro ponto de ponderação é a análise dessas falhas e intervenções em economias em desenvolvimento. Segundo a opinião de Stiglitz (2002), vários países tornam-se mais ricos aproveitando-se do fato de os países subdesenvolvidos abrirem seus mercados à competição externa sem, antes, disporem de instituições estáveis para competir no mercado e atrair recursos, sendo obrigados a oferecer altos juros. “Deveríamos reconhecer que há algumas empresas que estão tentando melhorar a produtividade dos pobres e outras que reconhecem que se podem tirar vantagem deles” (STIGLITZ, 2002, p.194). Essa afirmação demonstra preocupação com a desigualdade dos mercados nos quais não existe equilíbrio nas informações e o custo de arbitragem é excessivamente elevado.

## 2. Inovação e o papel dos bancos no financiamento em longo prazo

Os bancos comerciais foram constituídos na maioria dos países como instituições que atuam principalmente no mercado de crédito em curto prazo. Sabe-se, ademais, que o custo para inovar e o esforço para o crescimento da firma alteram e tornam mais relevante o investimento em longo prazo, essencial ao desenvolvimento econômico dos países. Com isso, o

<sup>13</sup> *Cross-sectional* ou dados de corte transversal são amostras usadas em econometria ou estatística, que utilizam dados de um dado ponto no tempo, representando um corte no período de todos os dados disponíveis para a análise estatística.

papel do crédito sofreu variações no decorrer do tempo, à medida que a dinâmica de desenvolvimento evoluía ou alterava o seu rumo.

A decisão sobre investir, conforme apresentou Keynes, depende do Estado de confiança, que serve não só para afirmar a expectativa em longo prazo, a base para escolha de prognósticos mais prováveis, mas também para demonstrar maior convicção nessa escolha. Os bancos são, por isso, peças fundamentais dessa engrenagem, já que buscam os agentes dispostos a manter ilíquidos por um período de tempo e estão dispostos a entregar seus recursos, antecipando ao empresário, de forma célere, a liquidez. Nessa análise, os recursos de longo prazo são essenciais para viabilizar crescimento, devido ao tempo de maturação dos projetos produtivos (CASTRO, 2006). Diante disso, em mercados eficientes e desenvolvidos, o volume de recursos em longo prazo tende a crescer e tornar o crescimento econômico mais homogêneo.

Martins (2012) destaca que o modelo Shaw-McKinnon associa o desenvolvimento financeiro à liberalização financeira, assim, o sistema financeiro teria papel duplo: oferecer ativos que remunerem de forma adequada e fortalecer as instituições financeiras para captar os recursos necessários à poupança e aos investimentos de longo prazo. Tal análise se desenvolveu por meio dos princípios do liberalismo econômico da teoria econômica ortodoxa, um processo hegemônico das políticas econômicas praticadas pelos principais países a partir da década de 1980.

A análise da teoria econômica heterodoxa, ao utilizar tanto a abordagem histórico institucional quanto a abordagem das falhas de mercado — diferentes em suas concepções — defende propostas em que os subsídios e os incentivos ao crédito, mediante intervenção governamental, são meios essenciais para o desenvolvimento econômico.

Na abordagem institucional, as instituições são peças fundamentais para compor as políticas de desenvolvimento. Com efeito, o papel das instituições é importante e estas devem promover o desenvolvimento dos mercados financeiros, um mecanismo para torná-los mais eficientes e, com isso, aumentar o crescimento econômico. Esse conceito de eficiência de mercado, de acordo com Martins (2012), foi substituído por ferramentas capazes de reduzir a incerteza e manter o papel principal do sistema financeiro, alocar recursos de poupança em projetos de investimento.

Na abordagem das falhas de mercado, o Estado tem o papel de corrigir as falhas, quando o mercado deixa de alocar eficientemente os recursos. A liberalização financeira pode ser corrigida e, nas economias em desenvolvimento, em que os mercados se formaram de forma assimétrica, a intervenção pode promover o bem-estar social. (MARTINS, 2012). Nesse cenário,

o principal papel dos mercados financeiros é alocar de forma eficiente os recursos disponíveis e as políticas do Estado podem direcionar de forma mais eficiente tal aplicação.

Existe, portanto, a necessidade de intervenção estatal para corrigir essa ação do mercado. De maneira semelhante, o processo de inovação também afetou profundamente o desenvolvimento do mercado financeiro. Toda inovação causa impacto e ruptura, e com a firma não é diferente, perde-se o equilíbrio e alteram-se a forma e os padrões de produção. Com um patamar mais alto de produtividade, a empresa adquire vantagem competitiva e tem a possibilidade de obter lucros extraordinários por um período suficiente para se manter líder do setor. Esse processo fortaleceu a formação de grandes empresas por intermédio de inovações que garantiram a elas vantagem competitiva concentrando o mercado, já que absorviam as firmas menores e, com as fusões e/ou incorporações, se tornaram maiores, podendo influenciar no preço e na conquista de novos mercados (TAVARES; CARVALHEIRO, 1985).

As instituições financeiras também buscam essa concentração. Por meio dos seus ativos, os bancos têm condições de oferecer operações com menos riscos e incertezas. Porém, essa concentração nem sempre atende aos desejos dos empresários, já que os bancos em geral querem o lucro em curto prazo, em detrimento dos financiamentos em longo prazo, e isso ocorre particularmente em países cujos mercados financeiros são pouco desenvolvidos. Os bancos são agentes dinâmicos que, impulsionados pela lógica concorrencial, definem suas estratégias de ação de modo a conciliar, em suas escolhas, rentabilidade e liquidez em relação às fontes de recursos ou de aplicações. O aumento do nível de renda e de riqueza, ocasionado por transformações na estrutura financeira, usualmente, proporciona aos países o crescimento rápido dos seus ativos financeiros, instituições e mercados.

Não existe, conseqüentemente, uma estrutura financeira ótima a ser implementada. A intervenção governamental não é exceção, e sim a regra em países com industrialização tardia bem-sucedida, um arranjo institucional para o desenvolvimento econômico. Freitas e Prates (2001) declaram que, se não houver uma radical alteração nas políticas macroeconômicas dos países em desenvolvimento, será muito difícil as instituições assumirem uma postura mais agressiva para a concessão e alongamento dos prazos do crédito bancário, já que visam sempre maior rentabilidade nas suas operações. Nesses países, apenas os bancos públicos financiam, de forma mais expressiva, os setores agrícolas e agroindustriais e concedem a maioria dos financiamentos imobiliários em longo prazo.

### **3. Conclusões e posicionamento**

O posicionamento adotado neste estudo sobre o modelo teórico de políticas financeiras desenvolvidas pelo Estado chinês ampara-se em três conceitos: Estado empreendedor,

apresentado pela análise neo-Schumpeteriana; repressão financeira, teoria Minskyana; contexto de financiamento direcionado pelo Estado, presente na teoria keynesiana.

A primeira e principal análise realizada neste estudo pauta-se na teoria keynesiana e refere-se diretamente aos resultados da economia chinesa no processo em que o Estado é responsável pela aplicação da política econômica e pela centralização dos financiamentos. Nesse contexto, a dinâmica chinesa impulsionada pelo Estado pode ser pensada em dois eixos: o Estado na condição de agente centralizador e regulador da economia; a dominação do capital, amparada nas novas relações sociais de produção, em que há o predomínio da estrutura produtiva, e no desempenho econômico. O objetivo das reformas implementadas na China foi combinar dinâmica social e projeto nacional de desenvolvimento, cuja lógica tem propósitos distintos e a organização social composta por diferentes níveis de complexidade. O desafio do desenvolvimento retardatário proporcionou à China a “superação dos obstáculos relacionados ao financiamento das atividades produtivas” e um novo patamar de desenvolvimento econômico e social (JABBOUR, 2019, p. 168).

A segunda análise relaciona-se à teoria apresentada por Minsky (2008). O autor parte da premissa de que os mercados financeiros influenciam as decisões sobre investimento. Essa atuação se potencializa com base na natureza e nas condições das dívidas contraídas. Com isso, estabelecer o ciclo de pagamento e, conseqüentemente, a sincronia entre devedor e emprestadores é ação de fundamental importância para uma economia capitalista. Observou-se esse processo nas políticas da China, sobretudo no impacto da repressão sobre as políticas de crédito, medida adotada para enfrentar a quebra dos compromissos financeiros e provisionar ativos de liquidação duvidosa durante a crise asiática. Em resumo, a crise obrigou o Estado a agir na condição de prestador de última instância, mediante provisão de liquidez nos bancos estatais.

Tais movimentos ocorrem, de fato, na economia chinesa, que se mantém no centro das decisões, tanto no início das reformas — contribuindo para manter a estabilidade do sistema financeiro, mesmo que com repressão no direcionamento de suas políticas de crédito — quanto no fim da década de 1990, em momento de instabilidade, quando articula o enfrentamento dos ativos de liquidação duvidosa.

A última análise está relacionada à tese de Estado empreendedor defendida pelo modelo neo-schumpeteriano. Esse paradigma está alicerçado em um processo de financiamento pujante, descrito nos conceitos teóricos schumpeteriano e de Estado empreendedor neo-schumpeteriano. Conforme as características, o Estado é o principal agente de financiamento. Na China, o sistema atua tanto direcionado ao âmbito produtivo quanto aos investimentos em infraestrutura. O

financiamento público foi o principal responsável pelo crescimento das empresas estatais chinesas. Sustentadas pela dinâmica de financiamento centralizado e direcionado pelo Estado, essas empresas respaldaram a modernização tecnológica e a internacionalização de seus produtos.

Ao propor uma expansão do crédito doméstico, com baixas taxas de juros e longos prazos de maturação, acrescida da entrada das empresas multinacionais no mercado interno, a China montou um sistema de *finance-investimento-poupança-funding*, nos termos Minskyano-keynesiano-schumpeteriano e, de forma muito célere, garantiu uma prosperidade econômica duradoura. Essa política financeira reduziu a restrição do país ao desenvolvimento e permitiu aos agentes públicos e privados recompor, individual e coletivamente, os objetivos que seriam inalcançáveis por intermédio apenas dos mecanismos de mercado.

### Referências

- ARRIGHI, Giovanni. **Adam Smith em Pequim: origens e fundamentos do século XXI**. São Paulo: Boitempo, 2008.
- BURLAMAQUI, Leonardo. As finanças globais e o desenvolvimento financeiro chinês: um modelo de governança financeira global conduzido pelo estado. *In: CINTRA, Marcos Antônio Macedo et al (Org.). China em transformação: dimensões econômicas e geopolíticas do desenvolvimento*. Rio de Janeiro: Ipea, 2015. p. 277-334.
- CASTRO, Lavínia Barros de. **Financiamento do desenvolvimento: teoria, experiência coreana (1950-80) e reflexões comparativas ao caso Brasileiro**. 2006. 274 f. Tese (Doutorado em Economia) – Faculdade de Economia, UFRJ, Rio de Janeiro, 2006.
- CINTRA, Marco Antônio Macedo; SILVA FILHO, Edison Benedito da. O sistema financeiro chinês: a grande muralha. *In: CINTRA, Marcos Antônio Macedo et al (Org.). China em transformação: dimensões econômicas e geopolíticas do desenvolvimento*. Rio de Janeiro: Ipea, 2015. p. 425-490.
- CHOW, Gregory C. China's economic transformation. *In: GARNAUT, Ross; SONG, Ligang; FANG, Cai (Eds.). China's 40 years of reform and development: 1978-2018*. Acton: ANU Press, 2018. p. 93-116.
- COUTINHO, Mauricio C. Do capital financeiro de Hilferding. **Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política**, São Paulo, n. 35, junho, 2013.
- DEOS, Simone Silva. Sistema bancário chinês: evolução e internacionalização recente. *In: CINTRA, Marcos Antônio Macedo et al (Org.). China em transformação: dimensões econômicas e geopolíticas do desenvolvimento*. Rio de Janeiro: Ipea, 2015. p. 391-424.
- ELLIOTT, Douglas J.; YAN, Kai. **The Chinese financial system: an introduction and overview**. Washington: Brookings Institution - John L. Thornton China Center, July, 2013.
- FREITAS, M.C.P; PRATES, D.M: A abertura financeira no governo FHC: impactos e consequências. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, v. 17, p. 81-111, 2001.
- GOLDSMITH R.W. **Financial Structure and Development: studies in Comparative Economics**. New Haven: Yale University Press, 1969. n. 9
- GURLEY, John G.; SHAW, Edward S. **Money in a theory of finance**. Washington: Brookings Institution, 1960.
- HILFERDING, Rudolf. **O capital financeiro**. São Paulo: Nova Cultural, 1985.

- HUANG, Yiping; WANG, Xun. Strong on quantity, weak on quality: China's financial reform between 1978 and 2018. *In*: GARNAUT, Ross; SONG, Ligang; FANG, Cai (Eds.). **China's 40 years of reform and development: 1978-2018**. Acton: ANU Press, 2018.p. 291-312.
- IORIO, Ubiratan J. **Dos Protoaustríacos a Menger**: uma breve história das origens da escola Austríaca da economia. 2.ed. São Paulo: LVM Editora, 2017.
- JABBOUR, Elias. **China socialismo e desenvolvimento – Sete décadas depois**. São Paulo: Anita Garibaldi, 2019.
- KALECKI, Michal. **Teoria da dinâmica econômica**: ensaio sobre as mudanças cíclicas e a Longo prazo da economia capitalista. São Paulo: Editora Nova Cultural, 1977.
- KEYNES, John Maynard. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. São Paulo: Editora Saraiva, 2012.
- LIN, Justin Yifu; SHEN, Zhongkai. Reform and development strategy. *In*: GARNAUT, Ross; SONG, Ligang; FANG, Cai (Eds.). **China's 40 years of reform and development: 1978-2018**. Acton: ANU Press, 2018.p. 117-134.
- LINS, Maria Antonieta Del Tedesco. **A influência do crédito do sistema financeiro sobre a evolução da economia**: Brasil, anos oitenta.1995. 116 f. Dissertação (Mestrado em Economia). Fundação Getúlio Vargas – FGV, São Paulo, 1995.
- MARTINS, Montani N. **Bancos de desenvolvimento e a funcionalidade do sistema financeiro para o desenvolvimento econômico**: uma avaliação do caso brasileiro entre 2000 e 2011.Dissertação (Mestrado em Economia). UFRJ, Rio de Janeiro, 2012.
- MAZZUCATO, Mariana. **O estado empreendedor**: desmascarando o mito do setor público x setor privado. São Paulo: Portfolio-Penguin, 2014.
- MCKINNON, R. **Money and capital in economic development**. Washington: Brookings Institution, 1973.
- MEDEIROS, Carlos A. China: entre os séculos XX e XXI. In FIORI, Jose Luís. **Estados moedas no desenvolvimento das nações**. Petrópolis – RJ: Editora Vozes, 2012. v.4 p. 379-412.
- MENDONÇA, Ana Rosa Ribeiro de. Sistema financeiro chinês: conformação, transformações e controle. *In*: CINTRA, Marcos Antônio Macedo *et al* (Org.). **China em transformação**: dimensões econômicas e geopolíticas do desenvolvimento. Rio de Janeiro: Ipea, 2015. p. 335-390.
- MINSKY, Hyman P. **Stabilizing an unstable economy**. New York: McGraw-Hill Books, 2008.
- OLIVEIRA, Hélio; CASTRO, Portocarrero de. **As Causas econômicas da concentração bancária**. Rio de Janeiro: FINE/USP, 1981.
- QIAN, Yingyi. The process of China's market transition (1978-98): The Evolutionary, Historical, and Comparative Perspectives. **Journal of Institutional and Theoretical Economics symposium**, Stanford, Stanford University, 1999.
- SCHUMPETER, Joseph Alois. **Teoria do desenvolvimento econômico**: uma Investigação Sobre Lucros, Capital, Crédito, Juro e o Ciclo Econômico. São Paulo: Nova Cultural. 1997.
- SOUZA, Renildo. **Estado e capital na China**. Salvador: EDUFBA, 2018.
- STIGLITZ, Joseph E. **O Mundo em queda livre**: os Estados Unidos, o mercado livre e o naufrágio da economia mundial. São Paulo: Companhia das Letras, 2010.
- STUDWELL, Joel. **How Asia**: Works' success and failure in the world's most dynamic region. New York: Grove Press, 2013.
- TAVARES, Martus A. R.; CARVALHEIRO, Nelson. **O setor bancário brasileiro**: alguns aspectos do crescimento e da concentração. São Paulo: Editora IBMEC, 1985.
- VARIAN, Hal R. **Microeconomia**: uma abordagem moderna. 6.ed. Rio de Janeiro: Elsevier,2016.
- ZYSMAN, Jonh. **Governments, Markets and Growth**. London: Cornell University Press, 1983.

*Recebido em: 20/10/2021.  
Aprovado em: 06/05/2022.*