

# 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 Lima<sup>3</sup>

## Resumo

No início deste século, a China já contava um dos maiores e mais volumosos recursos de financiamento estatal do mundo. De maneira que a expansão deste modelo liderado e centralizado pelo Estado foi o episódio que conduziu a sua economia a uma crescente importância na arena global. Processo que se baseou em um movimento de longo prazo que teve implicações de largo alcance e no futuro de seu desenvolvimento econômico, sobretudo, na arquitetura financeira internacional. Diante desse contexto, este artigo busca um posicionamento plural junto ao debate teórico sobre a dinâmica de centralidade financeira desenvolvida pelo Estado chinês. Para alcançar este objetivo, buscou-se apresentar a evolução histórica das principais e consideradas mais importantes teorias de desenvolvimento, apresentadas a partir de uma retrospectiva cronológica baseadas nas principais abordagens e conceitos relativos à formação dos bancos, seu processo de crescimento e sua relação com o financiamento do desenvolvimento econômico; para tanto, foram revisitadas as diretrizes teóricas das 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 o financiamento estatal e o desenvolvimento econômico chinês.

**Palavras-chave:** China. Centralização Financeira. Modelos Teóricos. Desenvolvimento Econômico.

## Abstract

At the beginning of this century, China already had one of the largest and most voluminous resources of state financing in the world. So 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. 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 present the historical evolution of the main and considered the most important theories of development, 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

## Área 2 - Economia Política

<sup>1</sup> Doutorando do Programa de Pós-Graduação em Economia da Universidade Federal da Bahia (PPGE-UFBA), E-mail: ivoabaira@hotmail.com.

<sup>2</sup> Doutorando do Programa de Pós-Graduação em Economia da Universidade Federal da Bahia (PPGE-UFBA), E-mail: 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).

## 1. Introdução

O sistema financeiro chinês é particularmente difícil de ser analisado, tendo em vista que a reforma e sua consolidação ocorrem em um período de tempo relativamente curto, dado que apenas algumas décadas atrás a China possuía um único banco, que era público, desempenhava o papel de banco comercial, de desenvolvimento e, também, de Banco Central. No início deste século, a China já havia avançado no seu sistema financeiro para um sistema com um dos maiores e mais volumosos recursos de financiamentos do mundo (ELLIOTT; YAN, 2013).

A expansão deste modelo liderado e centralizado pelo Estado foi o episódio que conduziu a sua economia a uma crescente importância na arena global. Este processo se baseou em um movimento de longo prazo que teve implicações de longo alcance e no futuro de seu desenvolvimento, sobretudo, para a arquitetura financeira internacional em processo de grande mudança no século XXI. A China passou a ocupar uma posição de liderança e de hegemonia na sua participação na economia mundial, saltando do patamar de economia emergente ou em desenvolvimento, para uma economia desenvolvida.

Este modelo não poderia apenas seguir os demais países, dado que a China possuía características próprias, com um mercado interno pouco desenvolvido e um dinâmica de baixo desenvolvimento. Assim o país montou uma estrutura sustentado em um contexto teórico, amparado por diretrizes que ratificam os elementos-chave das análises de Schumpeter (1997), Hilferding (1985), Stiglitz (1993), Zysman (1983), Keynes (2012) e Minsky (2008). Estas abordagens reafirmam pontos em comum junto ao cenário das políticas financeiras, como: o Estado desenvolvimentista no centro da aplicação das políticas públicas; a centralidade na disponibilidade dos créditos e financiamentos; o papel estratégico e o posicionamento e controle dos bancos públicos ao direcionar recursos para o financiamento no longo prazo; além do controle e da regulação do sistema financeiro evitando os processos especulativos (BURLAMAQUI, 2015).

Assim, este artigo busca um posicionamento junto ao debate teórico sobre a dinâmica de centralidade financeira desenvolvido pelo Estado chinês. Este pressuposto possui características próprias que foi constituído assente em uma economia que estava à margem do mercado mundial. Assim, as soluções deveriam conter características que conseguissem romper com o status político e propor um desenvolvimento condizente com o esperado pelo povo chinês que observava o crescimento dos demais países asiáticos como exemplo a ser seguido. Para alcançar este objetivo, busca-se apresentar a evolução histórica das principais e mais importantes teorias de desenvolvimento, apresentadas a partir de uma retrospectiva cronológica com as primordiais abordagens e conceitos relativos à formação dos bancos, seu processo de crescimento e sua relação com o financiamento do desenvolvimento econômico, em particular de economias de industrialização tardia como a chinesa.<sup>4</sup>

Esta investigação se mostra relevante, pois visa contribuir com a discussão sobre quais os principais aspectos das teorias financeiras que se mostraram, ao longo do tempo, importantes para a formação, desenvolvimento, centralização e integração do mercado financeiro, que tem como principal operador os agentes econômicos dos Governos. As principais teorias de desenvolvimento do sistema financeiro sugerem, por meio do crédito, um efeito positivo na relação entre as trajetórias de crescimento e o papel deste financiamento no desenvolvimento econômico. Neste sentido, o fortalecimento do Estado como agente de fomento deste desenvolvimento, foi uma solução que se apresentou neste contexto,

---

<sup>4</sup> A industrialização tardia é o termo usado para determinar uma industrialização que ocorre em uma economia periférica com atraso em relação as economias centrais, e constitui em uma mudança profunda e acelerada de sua estrutura produtiva, com uma relativa dependência do processo tecnológico existente. Este processo ocorreu em diversos países, e elevou economias como o “caso da Alemanha e dos Estados Unidos não apenas a convergência da renda, mas também a própria ultrapassagem da Inglaterra”, no início do século XX (MEDEIROS; SERRANO, 2012, p.128). A maioria dos países com industrialização tardia não participaram da revolução industrial e “implementou sua indústria pesada seja com o apoio do Estado Nacional, seja em aliança com o grande capital internacional” (TAVARES, 1998, p.139).

principalmente após o surgimento do modelo Keynesiano nas primeiras décadas do século XX (CASTRO, 2006).

Assim, serão apresentados a seguir os principais modelos teóricos que contribuíram para formação e construção destes conceitos e como eles podem colaborar para compreendermos como a dinâmica da centralização financeira comandada pelo Estado é essencial como estratégia de desenvolvimento econômico. Para isto, este artigo, além desta introdução, será dividido em mais três seções: a seção seguinte fará um histórico sobre as teorias que ratificam elementos chave desta análise; na terceira seção uma análise sobre o papel destas teorias como fundamento para o financiamento de longo prazo; e por fim, na última seção, um posicionamento e 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 feitos por Marx, em que descreve os movimentos de reorganização com o domínio do capital financeiro caracterizado pela associação deste capital com o capital produtivo. Para o autor, o acesso facilitado ao crédito, em que as empresas estabelecem relações especiais com os bancos, demonstram o domínio do capital financeiro (OLIVEIRA; CASTRO, 1981). Nesta análise os pontos de anomalia ao longo do ciclo produtivo são como uma possibilidade de cessão momentânea de crédito, corrigindo o descompasso temporal entre o capital monetário disponível e o requerido, propondo uma solução para a relação econômica entre o dinheiro e o crédito (COUTINHO, 2013).

Coutinho (2013) traz um refinamento no estudo da economia de crédito feita por Hilferding, que tem como ponto central um elemento indispensável que contribuiu para economias de escala: as novas tecnologias. Essas novas tecnologias, assim como apresentou Schumpeter (1997), são responsáveis por compor os arranjos societários por intermédio da nova composição societária das empresas incorporados nas ações. Neste cenário, o sistema bancário seria a síntese deste capitalismo organizado, que reduz a concorrência e acentua a formação de carteis e trustes, processo modificou por completo a dinâmica de concorrência. Uma dinâmica que traz a uma nova concepção para as operações de crédito, pois as transações entre capitalistas e produtores dependem do crescimento da produção e quanto maior esta produção, maior será o efeito multiplicador na sua circulação, tornado possível um maior volume de dinheiro disponível para crédito.

Neste sentido, Hilferding (1985, p. 87) não só define a função dos bancos como também mostra a importância de sua solvência<sup>5</sup> e de mostrar credibilidade em suas transações, já que os bancos serão responsáveis em comprar e vender os títulos que, na verdade, é a substituição das suas notas promissórias por notas bancárias, ou seja, substituição por suas próprias promissórias. “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”.

Para Hilferding (1985), o crédito de capital para investimento envolve a transferência dos recursos excedentes de proprietário — que não pode empregá-lo como capital para outros empresários — deficitário que pretende usá-los como crédito para investimento. Este modelo alterou a forma de fornecer

---

<sup>5</sup> Solvência é a capacidade do devedor de cumprir com seu compromisso, de acordo os recursos ou patrimônio que possui, e ainda possuir a expectativa de gerar lucro e sobrevivência no futuro. Em geral, ocorre quando se possui um ativo superior ao passivo, ou seja, quando a receita ou renda é superior ao volume de despesas ou dívidas. Neste contexto, quanto maior a solvência, maior a liquidez e capacidade de honrar seus compromissos.

crédito e com ela as relações entre os bancos e as indústrias. Para o autor este é o propósito do dinheiro, pois é empregado como capital e seu valor precisa ser recuperado de forma a remunerar os envolvidos. Esta definição de capital financeiro contém as interrelações entre as diferentes esferas do capital e permite identificar suas funções em cada etapa de sua circulação na economia. O capital financeiro e o sistema financeiro, em sua totalidade, teriam como maior finalidade colocar à disposição do setor produtivo os recursos necessários para sua expansão (LINS, 1995). Esta dinâmica descrita por Hilferding (1985), era a observada após as reformas da década de 1970, que para Burlamaqui (2015), moldou a atuação das instituições financeiras chinesas e as suas ramificações que operavam como bancos comerciais e de investimentos, e representaram a mais recente dinâmica de capitalismo financeiro.

Esta mudança é uma tendência dos grandes capitais de se concentrarem, já que o volume de capitais em poder dos bancos tende a crescer e, assim, poder realizar investimentos em escala, o que reduz o risco e eleva os juros devido ao seu poder de mercado. (HILFERDING, 1985). Como estes recursos são escassos, esta crescente elevação da massa de crédito para programas de desenvolvimento direcionados a setores específicos, caracterizam o papel desta concentração que tem no Estado o cerne do processo. No caso da economia chinesa, o Estado foi o centro e o mais importante agente para a consolidação do processo de reforma financeira. O seu papel foi de consolidar o processo de abertura comercial, integrar o sistema financeiro ao mercado internacional e estimular/formular as estratégias produtivas de investimento do país, tornando uma nova rota comercial no mundo globalizado.

A principal crítica às conclusões de Hilferding (1985), na análise de Coutinho (2013) e Lins (1995), passa por não dimensionar de forma mais detalhada e efetiva a origem dos recursos para o uso do crédito. Essa deveria perpassar desde uma análise superficial do funcionamento das Bolsas de Valores e como sua arrecadação acontece, até a completa formação e desenvolvimento dos bancos e do capital financeiro. Para os autores, a sua análise é bastante importante, porém é realizada de forma subjetiva, mesmo alterando em definitivo as concepções sobre o entendimento da intermediação financeira. Assim, o modelo de Hilferding (1985) não contempla a disseminação das estruturas financeiras especulativas e o acúmulo de posições de fragilidade imposta aos países. Este traço do arcabouço teórico também não foi uma realidade para economia chinesa, que não possuía uma atuação do capital especulativo junto ao mercado financeiro.

Outro ponto apresentado pelo autor foi a mudança na composição do capital nas empresas industriais, em que o acionista se converte em mero capitalista monetário. O pagamento de dividendos aparece tanto como um incentivo, como para auferir parte de sua remuneração de juros. Este incentivo mostra que a oferta destes títulos seria diretamente proporcional à sua segurança, e esta relação explica a estrutura de taxas de juros e das cotações dos títulos (HILFERDING, 1985). A elevação da massa de capitais disponível para investimento dimensiona o novo papel do capital financeiro, de modo que a sua concentração dá 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”. Este argumento indica que os capitalistas financeiros atingem o seu mais alto poder em detrimento dos capitalistas produtivos, demonstrando que cada vez mais, com a concentração deste capital, o capitalista proprietário do capital fictício e o proprietário dos meios de produção são o mesmo agente.

O que se observou na China é um setor financeiro que teve o protagonismo do Estado e dos bancos de fomento, como atores sempre alinhados às políticas de desenvolvimento nacional. Esta estrutura foi desenhada na reforma de 1978, mas é consolidada e voltada para os grandes financiamentos, proporcionado principalmente por bancos de investimento, após a aprovação da Lei do Banco Central, da regulamentação dos bancos comerciais e dos direitos societários, que ocorre na década de 1990. A criação e a segmentação dos bancos de fomento potencializaram o financiamento do sistema produtivo, chamados

de *policy banks*<sup>6</sup>, e eram direcionados à agricultura, ao comércio exterior e à própria infraestrutura doméstica chinesa (BURLAMAQUI, 2015).

## 2.2 Papel do sistema financeiro para Schumpeter

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

O surgimento da inovação é que torna possível o crescimento econômico e os lucros extraordinários, de tal forma que é de vital importância o financiamento destas inovações e o empreendedor é um devedor nato que necessita dos recursos dos bancos. “É o devedor típico na sociedade capitalista” (SCHUMPETER, 1997, p. 107). O crédito se torna essencial para o processo de desenvolvimento e o empresário é o agente central neste aspecto. Neste sentido, Schumpeter afirma que a necessidade de investimento é essencial para o empresário, ou seja, o empresário se tornará de fato um empresário se ele se tornar um devedor. Para constituir num crescimento robusto, na maioria das vezes, os fundos que se acumularam na empresa não são suficientes, assim o papel do crédito e das instituições financeiras passam a ser adicionados em grandes volumes ao capital para servir de alavanca para o crescimento econômico, gerando um ciclo expansivo de crescimento. Este crédito terá o papel de definir o comportamento para aquisição de bens, podendo adentrar na essência da produção e definir de forma dirigida o investimento. A natureza e a intensidade deste comportamento é que vai definir a produção e as necessidades dos indivíduos e empresas, determinando o resultado e as condições do financiamento.

Neste cenário, o empresário consegue obter lucros expressivos com o desenvolvimento, o que garante as instituições financeiras o retorno de seu investimento. Para Schumpeter (1997), a finalidade principal do capital é a evolução da atividade econômica e este processo se dá com a ampliação da função do capital produtivo, pela transferência de recursos do capital financeiro. Assim Schumpeter (1997, p. 118) descreveu este processo:

O capital não é nada mais do que a alavanca com a qual o empresário subjugava ao seu controle os bens concretos de que necessita, nada mais do que um meio de desviar os fatores de produção para novos usos, ou de ditar uma nova direção para a produção. Essa é a única função do capital e por ela se caracteriza inteiramente o lugar do capital no organismo econômico.

Esta definição de Schumpeter (1997) é que conceitua a migração do excedente da produção, como fonte a ser usada como pagamento do risco do investimento, dos custos da operação e da produção, além da parte a ser deixada aos produtos como lucro. Neste sentido, inclui-se as questões ligadas ao risco envolvido no crédito, assim como as precauções e garantias de sua produção e os seguros e custos correspondentes, dando legitimidade à retirada do lucro sobre a intermediação financeira. Desse modo, Schumpeter separa a atividade do empresário e do capitalista, dado que a função do capitalista é de fato oferecer crédito e esta não pode ser realizada pelo excedente da produção, já que este remunera o capital emprestado na forma de juros. Para Martins (2012), ao conceder crédito, os bancos trocam um direito sobre fluxos

---

<sup>6</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 para as empresas estatais como forma de aliviar a carga dos bancos comerciais de realizar empréstimos dirigidos a esses setores e, conseqüentemente, manter as políticas de desenvolvimento econômico. Três novos bancos estatais de desenvolvimento foram estabelecidos em 1994: 1) o State Development Bank; 2) o Agricultural Development Bank; 3) e o Export-Import Bank (CHOW, 2018).

futuros de renda, cuja produção que os irá lastrear ainda não procedeu pelo adiantamento ou transferência de poder aquisitivo de forma imediata ao empresário.

A ideia principal desta análise de Schumpeter é que o investimento requer o adiantamento dos recursos financeiros, que ainda não existem. Dessa forma, o investimento precede o crescimento, e o crédito passa a ser uma evolução do capitalismo como uma oportunidade de lucro que se realiza quando este investimento ganha forma e é remunerado (CASTRO, 2006). O investimento proporciona o crescimento da empresa e abarca dois movimentos: o primeiro, é que o fluxo circular refere a reprodução econômica constante sem alterar a criação de riqueza, de modo que os meios de pagamentos circulem em uma velocidade fixa. O segundo movimento são as inovações que são impulsionadas pelo investimento, quando as empresas tendem a buscar novos produtos e processos para alcançar um novo patamar junto a seus concorrentes e proporcionar maiores lucros. Segundo Burlamaqui (2015, p. 285), na China existe a presença de um robusto Estado Empreendedor nos termos schumpeterianos. Seria um Estado que combina as funções de emprestador 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)”.

Assim o volume necessário para o crescimento econômico se altera justamente pelo desenvolvimento obtido com o investimento anterior. À medida que a empresa apresenta uma nova inovação, ela cresce e precisa de cada vez mais volumes de recursos para o seu investimento. Este processo faz não só a empresa concentrar a produção e conseqüentemente o mercado, como também condicionam as empresas de crédito a buscar mais recursos para atender a sua demanda, e assim concentrar este financiamento. Os bancos públicos na China, foram os grandes responsáveis por liderar essas políticas de crédito e elevar o volume de financiamento no país após a reforma de 1978. Para Arrighi (2008), o resultado deste processo é verificado ao constatar que os movimentos de capitais mundiais iniciaram uma mudança em sua rota, buscando mais ganhos, um desenvolvimento baseado no uso intensivo em mão de obra e poupador de energia.

Para Deos (2015) o segmento bancário chinês pós reforma de 1978, foi constituído mediante um complexo sistema de crédito, com instituições sendo criadas ou reorganizadas para atuar em segmentos específicos e direcionando os recursos a setores estratégicos. O sistema absorvia o capital deste crescimento privado e redistribuía a partir deste direcionamento das políticas de crédito, tendo na presença estatal o fator preponderante desta engrenagem. Assim o Estado seria o responsável por capitalizar os recursos necessários para os investimentos inovadores que moldaram o crescimento chinês.

Com isso, Schumpeter (1997) conclui este conceito apresentando a principal função do mercado de crédito que é o de financiar o desenvolvimento. Este propósito faz o empresário habilitado a adquirir os bens necessários à sua produção, por meio da criação de seu poder de compra e da criação de uma nova demanda constituída com base no investimento ao empresário, o qual torna o mercado a própria fonte de rendimento, já que o lucro obtido servirá para o investimento futuro. Diante disso, ao debater sobre a relação entre inovação, empresário, capitalista e o sistema financeiro, Schumpeter deixa em evidência o quanto é essencial a estratégia de centralização financeira como mecanismo de política de desenvolvimento econômico.

### **2.3 A inserção 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 foi o francês Jean-Baptiste Say que formulou o que passou,

posteriormente, a ser conhecido como “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 foi incorporada coerentemente à análise de diversos problemas econômicos no capitalismo. Mais tarde, John Stuart Mill se encarregou de transformá-la em dogma, e como tal, ela foi incorporada pelos economistas neoclássicos. Junto a esta teoria estava a crença no poder dos agentes privados, que detinham a exclusividade na alocação dos recursos financeiros até o início do século XX (IORIO, 2017).

A partir do início do século XX, principalmente após a crise mundial de 1929, há uma mudança de vertente de pensamento com a inserção do modelo Keynesiano como hegemônico e a introdução do papel do Estado nos sistemas financeiros. Essa nova visão rompia com a lógica de mercados auto ajustáveis propostos pelos clássicos e apresentava um novo paradigma para o desenvolvimento econômico. Neste modelo, o Estado tem o papel primordial de realizar a interação entre o mercado financeiro e produtivo, assim como de agente autônomo para alavancar o consumo e o investimento (TAVARES; CARVALHEIRO, 1985). Na China a reforma de 1978 se constituiu utilizando este conceito, marcando um importante processo de transmutação do sistema financeiro, por intermédio de um Estado forte e centralizados das políticas e promotor do desenvolvimento. Este processo é concebido com base em um novo sistema financeiro, constituído por quatro grandes bancos estatais, o chamado “big four”<sup>7</sup>, e dos bancos especializados e de investimento, sobretudo com o crescimento da intermediação financeiros e dos volumes de crédito. Assim, passou a predominar a lógica do processo para a demanda de bens e serviços, instituindo um novo agente na formação desta demanda, com poder de alavancar os investimentos e o consumo, que é o Estado (KRUGMAN, 2012).

Na análise de Keynes (2012), deve haver um volume de investimento suficiente para absorver o excesso de produção total e, assim, justificar o nível de emprego. Assim, dada uma propensão a consumir existente, o nível de equilíbrio do emprego — o qual não possui mais um incentivo aos empregadores de expandir ou retrair novos empregados —, só se alteraria em volume ou no seu preço — salário — mediante variação no investimento corrente. O nível de produto tende a se sujeitar às decisões do empreendedor que terá como base para a suas escolhas, os níveis de tecnologia na economia e as expectativas destes empresários. O conceito de expectativa também é muito importante no arcabouço keynesiano. Dele se define a taxa de juros e a opção pelo investimento.

A taxa de juros, na análise keynesiana, não reflete a produtividade do capital, pois ela é um fenômeno monetário determinado pelas políticas econômicas, por estratégias de crédito e nas preferências pela liquidez. Assim, a existência de poupança não garante o investimento, já que para que ele 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>8</sup>. Neste sentido, quanto maior a liquidez, maior retorno de investimento, menor a incerteza na economia, por conseguinte, maior a taxa de poupança (CASTRO, 2006).

A preferência pela liquidez possui três condições apresentadas por Keynes (2012): por motivo de transação, precaução e de especulação. A primeira condição está relacionada à vontade dos agentes em manter a moeda para a realização de transações e, também, como reserva de riqueza, mesmo está não rendendo juros. A retenção por motivo de precaução é decorrente da incerteza e do risco de perdas em

---

<sup>7</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 o PBC a autoridade de um 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 o setor industriais e comerciais, 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).

<sup>8</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 seu investimento retornar o lucro proposto.

relação às variações nas taxas de juros, valor de títulos e riscos de mercado. Já a especulação está também relacionada à incerteza na economia, com o intuito de apostar contra estas expectativas, mas com o interesse de obter lucro. Como os retornos de longo prazo estão num cenário de grande incerteza, e a produção depende dos investimentos, a volatilidade deste investimento será maior que a da produção de bens. Desta forma, quanto menor for a incerteza na economia, maior será o investimento e o seu retorno e, conseqüentemente, maior será o crescimento econômico (KRUGMAN, 2012).

Em complementação a esta abordagem, para Martins (2012), a elevação do investimento e do crescimento econômico, faz crescer também a renda que influencia nos gastos correntes. Esta renda, por sua vez, determina para os agentes a expectativa do seu crescimento futuro. Na análise de Lin e Shen (2018), com a reforma 1978, a China começou a desenvolver os setores em que tinha vantagens comparativas, como as manufaturas, assim, ganharam competitividade no mercado internacional dado que promoveu um grande crescimento das exportações. Esse crescimento proporcionou a elevação da renda e a modernização de suas indústrias, inclusive o setor financeiro. Com isso, a economia absorveu a partir desta renda, determinantes de otimismo e expectativas na manutenção e perenidade deste desenvolvimento.

Contudo, esta reforma não depende apenas do crescimento da renda, mas sim 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 ligação 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 onde a alocação dos recursos ocorra de forma eficiente, reduzindo o cenário de incertezas no longo prazo. Este cenário não é visto em economias em desenvolvimento, neste caso, o Estado deve possuir condições de calcular a eficiência marginal do capital no longo prazo e propor uma maior organização e alocação destes investimentos. Nesse sentido, a lógica da centralização financeira com a finalidade de direcionar recursos se torna essencial.

Neste sentido, este investimento não se refere apenas à acumulação de capital fixo, mas na análise de Castro (2006), depende de três fatores: o primeiro é da disponibilidade de recursos financeiros próprios; o segundo da variação nos lucros e no estoque de capital fixo; e o terceiro do acréscimo tecnológico. Na análise das disponibilidades de recursos para financiamentos, Keynes (2012) mostra que o financiamento requer uma fonte de recursos líquidos, que ele chama de “*finance*”, esses são recursos normalmente disponíveis para empréstimos com prazos curtos. Porém, os investimentos precisam de prazo para maturação, neste sentido, os proprietários destes recursos devem se abster da preferência pela liquidez por tempo maior, que é o chamado de “*funding*”.

“*Finance*” é função da disposição dos bancos em emprestar e o conceito de incerteza influencia nesta decisão, já que depende da propensão de enfrentar o risco futuro. Os bancos e instituições financeiras determinam quantidades disponíveis, e a sua escassez pode ser barreira para o investimento, conseqüentemente, ao crescimento econômico. Na análise do “*funding*”, estes fundos são constituídos considerando a pré-existência de recursos emprestáveis e estes haveres podem impulsionar o crescimento econômico. O problema para propor este investimento não é a existência ou o volume desta poupança, mas sim a sua forma de alocação. Neste sentido, as expectativas de longo prazo dos empreendedores vão incentivar as famílias a manter por um período de tempo maior estes recursos e os lucros alcançados, os quais se mostrarão como parâmetro para viabilizar os novos investimentos (CASTRO, 2006).

Como este novo investimento será “autofinanciado”, os capitalistas que serão os investidores poderão emitir títulos de crédito no mesmo valor, dessa forma, saldar os empréstimos bancários assumidos. Estes lucros, somados aos movimentos anteriores, foram responsáveis pelo grande crescimento da poupança interna que vivenciou a China neste período. Mesmo com um sistema bancário constituído por meio de empresas estatais, os mecanismos comerciais de incentivo a concorrência e autonomia foram inseridos no



contexto da reforma<sup>9</sup>. A introdução de critérios comerciais aos empréstimos bancários dos bancos estatais, na análise de Medeiros (2012), foi a responsável por elevar o crescimento empresarial, por conseguinte os seus lucros e a poupança interna.

Contudo, a maior eficiência destes mercados tem proporcionado uma maior independência e liberdade em sua atuação, que nem sempre se transforma em desenvolvimento econômico para os países, mas em movimentos especulativos que visam o lucro no curto prazo — fatores que inclusive causaram crises econômicas como a crise asiática da década de 1990. Assim, a intervenção do Estado se mostra necessária para combinar esta eficiência ao desenvolvimento pleiteado. Na análise de Castro (2006), este efeito combinado com as inovações, vai proporcionar o crescimento da poupança externa — que é o investimento externo no país — e determinar o desenvolvimento do país no longo prazo. Países que recebem grandes volumes de poupança externa podem utilizar estes recursos para os investimentos no longo prazo e quanto maior este investimento, maior será o crescimento da sua economia — exemplo observado no crescimento das economias asiáticas com a industrialização voltada para a exportação, proporcionando grandes volumes de poupança externa.

Diante disso, para Kalecki (1977), quanto maior o volume que o país adquire em poupança externa, maior será o seu investimento e, conseqüentemente, o seu desenvolvimento no longo prazo. Dessa forma, torna-se necessária a presença de “fatores de desenvolvimento” específicos para sustentar um movimento ascendente no longo prazo (KALECKI, 1977, p. 187). Entre esses as inovações (em seu sentido mais amplo), a existência de poupança externa e o investimento em tecnologia são os fatores mais importantes para promover este desenvolvimento. Acerca das inovações, tanto Kalecki (1977), como Schumpeter (1997), abordam o tema como um ponto essencial ao desenvolvimento econômico e necessários para criação de novos ciclos de crescimento, transformando um sistema estático em dinâmico e sujeito a uma tendência ascendente.

Deste modo, combinando o efeito das inovações com o da poupança externa, será o seu efeito líquido que determinará o desenvolvimento no longo prazo. Neste sentido, se um país recebe um grande volume de investimentos externos, este volume de recursos será a impulsão para este crescimento elevando a economia a um novo patamar. O efeito deste investimento, que é a consequência do acréscimo do lucro, tem como resultado sua introdução no consumo e no novo investimento pelos 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, mas sim, pela demanda e oferta de moeda, tendo em vista este investimento ser “autofinanciado<sup>10</sup>” Neste sentido, para Kalecki (1977) deve existir separação entre as taxas de juros de curto prazo e de longo prazo, devido as grandes oscilações das taxas de juros de curto prazo, e da dificuldade de previsibilidade das taxas de longo prazo.

Dado o exposto, o investimento depende da taxa de juros e das expectativas de longo prazo, e esta decisão sobre o investimento deve ser tomada num ambiente de incerteza. A incerteza associada às expectativas no longo prazo é que vão definir o desenvolvimento dos países. Para Kalecki (1977), as economias se desenvolvem em padrões cíclicos, com flutuações periódicas, em que a renda oscila em um determinado

---

<sup>9</sup> A Reforma das Empresas Estatais<sup>9</sup> (SOE — *State-Owned Enterprises*) foi realizada concedendo a elas autonomia empresarial e incluindo a retenção dos seus lucros. As empresas tiveram a sua autonomia expandida, o direito de produzir e vender produtos para o mercado depois de cumprir as quotas do governo, e autoridade para promover gerentes sem a permissão de aprovação pelo governo. Ademais, a retenção dos lucros serviu como mecanismo de autofinanciamento e elevação da poupança interna. Este sistema foi formado como pilar da reforma industrial e tinha como objetivo dar autonomia as indústrias quanto ao uso dos lucros acumulados, o planejamento da produção, o investimento de seu capital e a livre formação de preços (QIAN, 1999).

<sup>10</sup> O sentido de autofinanciamento está na relação entre a reprodução do lucro em um 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.

tempo e padrão de crescimento, determinando o seu nível de renda<sup>11</sup>. Economias menos desenvolvidas não conseguem manter o padrão cíclico de crescimento por um longo período, mantendo baixo o seu nível de desenvolvimento. A China conseguiu transpor esta barreira, tendo uma economia associada a um baixo crescimento econômico, com uma indústria praticamente inexistente para uma economia pujante, centrado no desenvolvimento industrial, liderado e financiado pelo Estado, tendo os bancos estatais como protagonistas na execução das políticas de crédito e do desenvolvimento econômico, poucas décadas após a reforma de 1978 (BURLAMAQUI, 2015).

## **2.4 A importância das instituições financeiras e a abordagem Histórico Institucional**

Na abordagem Histórico Institucional as instituições são peças importantes para compor o processo de tomada de decisão. Esta intervenção tem o intuito de promover o desenvolvimento do país, mas também pode atuar como força antagonista ao processo de 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 esta incerteza. No lugar do conceito de eficiência de Pareto, o conceito de funcionalidade varia nos países em razão do seu nível de desenvolvimento. Assim, na ausência de poupança ou mercado de capitais desenvolvidos, a relação entre o setor bancário e a indústria pode ser uma solução alternativa (CASTRO, 2006).

Na análise de Zysman (1983) a relação entre governo e mercado conduz ao crescimento. A participação do Governo seria, principalmente, em atuar em prol de viabilizar o financiamento de longo prazo. O desafio comum em economias em desenvolvimento ou industrialização tardia é equacionar o problema do financiamento de longo prazo. Em países onde os mercados são pouco desenvolvidos, onde o desenvolvimento do 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.

Para Castro (2006), este viés de curto prazo nos países em desenvolvimento ou industrialização tardia, tendem a possuir os juros mais altos para compensar as taxas de inadimplência e a falta de empreendedorismo e inovação, forçando os governos a atuarem de forma intervencionista para viabilizar os investimentos de longo prazo. Neste cenário, quando a economia cresce a elevadas taxas, o sistema financeiro se beneficia com empréstimos de curto prazo, mas as empresas precisam buscar meios de conseguir créditos de longo prazo. Com isso, nesses países, como o mercado é pouco desenvolvido, estas empresas acabam buscando o autofinanciamento e o crédito externo. Como o mercado ainda era pouco desenvolvida pós reforma de 1978, as autoridades chinesas também adotaram várias maneiras de influenciar a alocação do crédito bancário, mediante sua influência nas principais instituições financeiras que eram de propriedade estatal e possuíam, em certa medida, um elevado grau de repressão no direcionamento de suas políticas de crédito em relação à média dos demais países (HUANG; WANG, 2018).

Na análise de Zysman (1983, p. 179), Três tipos de sistema financeiros são apresentados: o primeiro seria baseado em um mercado de capitais amparado no livre comércio, em que os preços seriam constituídos ancorados em condições estabelecidas em 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 as políticas governamentais. Neste sentido, ou se tem capacidade de competir por recursos para investimentos ou ficará à margem do desenvolvimento. Assim,

---

<sup>11</sup> Ver Kalecki (1977), Capítulo 14 - O Processo de Desenvolvimento Econômico – A tendência a longo prazo e o ciclo econômico.

para o autor, foi alinhada as condições e requisitos para o Estado intervir no mercado em busca destes recursos, conforme descreveu:

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.

Com isso, o governo não tende a desenvolver maior competitividade, mesmo se mostrando aberto a proteger e subsidiar a indústria local. Em economias em desenvolvimento, existe falta de empreendedorismo e de incentivo à inovação, fato que torna mais evidente a falta de competição no mercado. Deste modo, o governo deve atuar para viabilizar os investimentos de longo prazo, apresentando (ZYSMAN, 1983).

Outro autor que apresentou uma análise neste contexto foi Goldsmith (1969), o qual foi um dos precursores em medir empiricamente as mudanças nas estruturas dos mercados financeiros, assim, agregar padrões para melhorar seu funcionamento. Nele o autor insere o debate do papel do financiamento e a sua importância na evolução das estruturas financeiras. Para Goldsmith (1969), a estrutura financeira se altera à medida que o país se desenvolve. Com este desenvolvimento os bancos aumentam a sua importância na alocação de crédito, os sistemas não bancários se tornando mais eficientes e o mercado financeiro mais robusto, proporcionando maior diversidade financeira e maior volume de crédito disponível. Para o autor, com a evolução dos intermediários financeiros, — com os bancos e outros investidores institucionais — a transformação de poupança em novos investimentos tem crescido e facilitado a liquidez e o fluxo de informações nos mercados.

Contudo, comparações entre os sistemas financeiros devem ser feitas com cautela. O crescimento deste mercado está ligado ao crescimento econômico, mas na análise de Goldsmith (1969), devem ser considerados outros fatores que também influenciaram este crescimento, para que as comparações resultem em resultados não conflitantes. Outro ponto de destaque na análise do autor é a maturação dos mercados, que associados a um setor financeiro eficiente, diversificado e com alta liquidez acentua o nível de desenvolvimento bancário, e este crescimento prediz o nível de crescimento ao longo de décadas.

Estes conceitos evidenciam que para a abordagem institucional não existe arranjos ótimos que desconsiderem o contexto histórico e o nível de desenvolvimento. Neste sentido as evidências teóricas e empíricas introduzidas pelo estado chinês pós reforma, baseado em sua dinâmica de financiamento centralizada nas políticas e decisões do Governo central, formulou consistentes políticas de crédito direcionadas, conseguindo equacionar condições para alocar e recompor de forma satisfatória os recursos para seus investimentos. A sua essência teórica está mais voltada à incerteza do que ao risco, enfatizando situações em que não há informação perfeita e onde os mercados não são completos, de modo que uma política de centralização financeira se torna viável para estimular o desenvolvimento econômico.

## **2.5 Repressão financeira e as Falhas de Mercado**

O teorema defende a intervenção governamental na presença de falhas de mercado, contestando a eficiência de Pareto<sup>12</sup> e os modelos de McKinnon, com críticas a dois pontos fundamentais: a existência

---

<sup>12</sup> A literatura apresenta duas configurações do teorema de Bem-estar: o primeiro com o princípio da existência dos mercados eficientes, em que na sua existência todo consumidor e produtor se comporta competitivamente. Se existir um equilíbrio,

de mercados eficientes e a política econômica neoclássica derivada do modelo de Shaw-McKinnon. No primeiro caso, as próprias forças de mercado podem levar à ineficiência de Pareto, com isso justificar uma intervenção governamental. No segundo, a busca por condições particulares pode levar a uma distribuição entre poupança e investimento, por exemplo, que correspondam apenas a seus próprios anseios e não há um ganho social. Neste caso, a intervenção governamental pode melhorar esta alocação e a sua eficiência (MARTINS, 2012).

Em relação a crítica à lógica de mercados eficientes, de acordo o princípio da economia de bem-estar, as condições em mercados competitivos se tornam ineficientes, devido a violação das leis do Teorema de Pareto. As próprias condições competitivas do mercado levam à violação destes princípios, pois cada unidade particular estaria em busca da sua maior satisfação e não da coletividade. Neste cenário, a convergência do mercado competitivo se daria em direção às falhas de mercado.

Outro ponto de violação dos princípios de eficiência de mercado é que as informações não são simetricamente distribuídas entre os 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 que podem afetar e inviabilizar todo o mercado financeiro (CASTRO, 2006). Este cenário é visto principalmente em economias em desenvolvimento, onde a maturação dos mercados não contempla os mercados completos. Neste contexto, a intervenção governamental é necessária e pode levar a um ganho de bem-estar social ao viabilizar uma maior competição e investimentos, justificando, por exemplo, uma política de centralização financeira com a finalidade de financiar o desenvolvimento econômico do país. O caso chinês é típico desta abordagem, onde o sistema financeiro pôde ser reprimido para servir à política de desenvolvimento sem causar uma instabilidade do sistema financeiro, podendo manter uma combinação com os controles de capital, que permitiu controlar e elevar o nível de endividamento, e um apoio ao desenvolvimento sem gerar instabilidade ou incentivos a entrada de capitais especulativos. Assim, a sua política financeira permitiu a aquisição de capacidade tecnológica abrindo novas janelas de oportunidade para seu crescimento econômico (STUDWELL, 2013).

Assim o Estado deve atuar como supervisores prudenciais afim de evitar essas falhas de mercado, considerando que a teoria mostra que a economia não está na restrição de Pareto, para o qual, apesar dos mercados não apresentarem resultados ótimos, é impossível a intervenção governamental alterar o bem-estar social. “Em situações de falhas de mercado, a intervenção governamental não só é possível, como pode levar a um ganho social” (STIGLITZ, 1993, p. 29). Neste sentido, o Estado tem a função de proteger os consumidores e produtores, assim como garantir a solvência e estabilidade dos sistemas financeiros. De forma esquematizada, Stiglitz (1993) apresenta sete manifestações de falhas de mercados em mercados financeiros: 1) o monitoramento dos bens públicos; 2) as externalidades; 3) a insolvência financeira; 4) as falhas de mercado; 5) a competição imperfeita; 6) a ineficiência de Pareto nos mercados competitivos; 7) e a presença de investidores desinformados.

O primeiro é o monitoramento dos **Bens Públicos**. Para Stiglitz o governo, por meio do monitoramento das instituições financeiras, pode alocar de forma mais eficiente os recursos, tornando o mercado mais seguro contra alocação indevida e o uso de informações, podendo gerenciar as instituições, inclusive sobre as informações de solvência. As **Externalidades** são influências positivas ou negativas que interferem ou condicionam o funcionamento dos mercados. No mercado de crédito, por exemplo, firmas ruins, riscos de falência e riscos sistêmicos, podem dificultar a aquisição de financiamento e elevar taxa de juros. As falhas de mercado relacionadas à **insolvência** financeira estão ligadas ao monitoramento das instituições a fim de evitar que as informações sobre a solvência afetem os mercados financeiros com corridas bancárias. Os  **Mercados incompletos** sugerem a existência de problemas relacionados à disponibilidade de crédito. Em economias em desenvolvimento, as estruturas dos mercados são

---

então a alocação de recursos no equilíbrio será, para Pareto eficiente. A segunda configuração do teorema faz uma separação entre a distribuição e a eficiência, que em mercados competitivos a distribuição é neutra e para propiciar o equilíbrio, deve ser utilizada a redistribuição de renda, deixando o mercado interagir. Em geral, será necessário realocar de forma eficiente, tanto a renda, a participação em ações e as dotações de trabalho para serem redistribuídas (VARIAN, 2016, p. 637).

imperfeitas e existe a dificuldade de determinar se os preços estão realmente adequados. A falha de mercado denominada de **competição imperfeita** está relacionada aos mercados ineficientes e à falta de informações simétricas, onde a busca por pioneirismo e inovação, dado que as informações baseadas em novos projetos não estão disponíveis. A **ineficiência de Pareto, nos mercados competitivos** é determinada pela necessidade de validar o seu teorema, onde em um mercado competitivo a alocação dos fatores é perfeita, pois o teorema geralmente não é verdadeiro, assim, deve haver um conjunto completo de mercados e as informações devem ser exógenas, ou seja, não serem afetadas por nenhuma ação de outro participante. E a **presença de investidores desinformados**, que não se trata de falha de mercado, mas sugere intervenção devido ao viés sistêmico no julgamento de probabilidades sem a totalidade das informações e da saúde financeira da economia, portanto, o Estado deve buscar promover a confiança para o investidor (STIGLITZ, 1993).

As manifestações das falhas de mercado definem o debate entre liberalização e repressão financeira. Este debate está relacionado às implicações das teorias do modelo pós-keynesianos e dos novos-keynesianos a esta teoria. Para os novos-keynesianos, a liberalização financeira não leva a um novo equilíbrio e compromete o sistema financeiro, daí que a alternativa a este modelo é necessariamente a participação governamental por meio de políticas públicas. O Estado deve atuar no sentido de promover o desenvolvimento financeiro, de tal modo que esta intervenção tenha a finalidade de posicionar o sistema financeiro no caminho correto e contribua para uma alocação de recursos mais eficiente e uma trajetória de crescimento econômico (MARTINS, 2012). Na análise do modelo pós-keynesiano, o desenvolvimento financeiro deve ser analisado de forma mais crítica, considerando a hipótese da instabilidade financeira. Neste cenário, a atuação do Estado deve ser funcional mediante a intervenção com políticas financeiras ativas.

Neste sentido, as empresas e as instituições financeiras estão buscando mecanismos de financiar as suas inovações, e estas, se bem-sucedidas, serão recompensadas como os lucros extraordinários do período. Na análise de Minsk (2008) a economia é instável por se tratar de uma finança capitalista. Neste sentido, a instabilidade de um regime financeiro é fortemente sobrecarregada com finanças especulativas. Assim sempre que existe uma instabilidade monetária, os mercados são obrigados a reagirem em suas posições monetárias, alterando as taxas de juros e/ou oferta de ativos, de modo que os agentes tendem a diminuir os seus investimentos ou vender as suas posições de ativos. No momento de crescimento da economia, os investidores tendem a correr maiores riscos em busca de uma maior lucratividade, este movimento compromete a estabilidade econômica. A regulação financeira tem o papel de limitar esta atuação, reprimindo a especulação e prolongando os ciclos de crescimento econômico (MINSKY, 2008).

A justificativa da regulação do mercado por parte do governo deve ser a existência das falhas de mercado. A regulação financeira pode ser adotada com a construção de limites e políticas públicas para administrar os riscos, limitando o comportamento oportunista e o poder de mercados dos “tomadores de preço<sup>13</sup>”, garantindo os benefícios públicos maiores do que os privados e proporcionando a redução das assimetrias de informação. O conceito de fragilidade financeira de Minsky (2008) descreve que todo financiamento concedido possui duas faces opostas, podendo gerar o crescimento e proporcionar o desenvolvimento, mas também propiciar falências e crises. De modo geral, a mudança nos preços dos ativos pode proporcionar alterações no comportamento geral da economia e ocasionar estes distúrbios opostos (CASTRO, 2006).

Para Mendonça (2015), o modelo minskyano avança ao discutir como as decisões de investimentos são influenciadas pelos mercados financeiros. Por isso, deve-se entender o papel dos bancos de forma mais ampla, pois estes influenciam decisões de investimento, afetando de forma direta o nível de atividade econômica. Neste sentido a estratégia adotada pela economia chinesa foi de orientar-se por meio de seus

---

<sup>13</sup>Tomadores de preço são os compradores e vendedores que precisam aceitar o preço que o mercado determina. Pode ocorrer em mercados competitivos, onde 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).

planos econômicos de desenvolvimento e com base nas reformas institucionais e em suas políticas de crédito e investimentos levados a efeito por empresas de propriedade do Estado. Assim 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, para Stiglitz (1993), estão na análise de dados por meio de *cross-sectional*<sup>14</sup> e de séries temporais, que não distinguem pequenas e grandes repressões financeiras e nem as suas causas, promovendo políticas governamentais de forma ineficiente; e na incorreta compreensão da curva de crédito, já que a sua elevação não depende apenas das taxas de juros interna. Outro ponto de ponderação é a análise destas falhas e intervenções em economias em desenvolvimento. Vários países, na opinião de Stiglitz (2002), tornam-se mais ricos, aproveitando o fato de os países subdesenvolvidos abrirem seus mercados à competição externa antes de possuírem instituições estáveis, com isso, não conseguem 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 a sua preocupação com a desigualdade dos mercados onde não existe equilíbrio nas informações e o custo de arbitragem se apresenta excessivamente elevado.

### **3. Inovação e o papel dos bancos no financiamento de longo prazo**

Os bancos comerciais foram constituídos na maioria dos países como instituições que atuam principalmente no mercado de crédito de curto prazo. O custo para inovar e a busca pelo crescimento da firma, altera e insere relevância ao investimento de longo prazo que se torna essencial para o desenvolvimento econômico dos países. Com isso, o papel do crédito teve variações ao decorrer do tempo, à medida que a dinâmica de desenvolvimento evoluía ou alterava o seu rumo.

Esta decisão de investir, conforme apresentou Keynes, depende do Estado de confiança, para não só afirmar a expectativa de longo prazo, que é a base para escolha de prognósticos mais prováveis, como também demonstrar maior convicção nesta escolha. Assim, os bancos são peças fundamentais desta engrenagem, já que buscam os agentes dispostos a manter ilíquidos por um período de tempo e dispostos a entregarem seus recursos, antecipando ao empresário, de forma momentânea, a liquidez. Nesta 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 de 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: o de oferecer ativos que remunerem de forma adequada e fortalecer as instituições financeiras para captar os recursos necessários para poupança e os investimentos de longo prazo. Sua análise se desenvolveu por meio dos princípios do liberalismo econômico da teoria econômica ortodoxa, que foi 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 como a abordagem das falhas de mercado — mesmo se diferenciando em suas concepções — defende propostas em que os subsídios e os incentivos ao crédito, mediante intervenção governamental, são meios essenciais para o desenvolvimento econômico.

---

<sup>14</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.

Na abordagem institucional, as instituições são peça fundamental para compor as políticas de desenvolvimento. Com efeito, o papel das instituições importa, e essas devem promover o desenvolvimento dos mercados financeiros, como mecanismo de torná-lo mais eficiente, com isso elevar o crescimento econômico. Este conceito de eficiência de mercado, para Martins (2012), foi substituído por ferramentas capazes de reduzir a incerteza e manter o papel principal do sistema financeiro que é o de alocar recursos de poupança em projetos de investimento.

Na abordagem das falhas de mercado, o Estado tem o papel de corrigir estas falhas, quando o mercado deixa de alocar eficientemente os recursos. A liberalização financeira pode ser corrigida, e em economias em desenvolvimento, onde os mercados se formaram de forma assimétrica, a intervenção pode proporcionar elevação do bem-estar social. (MARTINS, 2012). Neste cenário, o principal papel dos mercados financeiros é alocar de forma eficiente os recursos disponíveis, e as políticas direcionadas do Estado podem direcionar de forma mais eficiente esta aplicação.

Para Mckinnon (1973), por este motivo, em economias em desenvolvimento, prevalece uma atitude favorável à intervenção estatal no mercado de crédito, já que com os mercados pouco desenvolvidos esta alocação não é eficiente e, em consequência, não conseguem alavancar o desenvolvimento. Existe, portanto, a necessidade da intervenção estatal para corrigir esta ação do mercado. De maneira semelhante o crescimento do processo de inovação também afetou profundamente o desenvolvimento do mercado financeiro. Toda inovação tem um impacto inicial de criar uma nova ruptura no ciclo, saindo do equilíbrio anterior e alterando sua forma e os padrões de produção, que eleva a firma a um novo patamar de produtividade. Patamar este que proporciona à firma uma vantagem competitiva, e junto a ela, a possibilidade de constituir lucros extraordinários por um período para se manter como líder da indústria em que está inserida.

Schumpeter (1997) analisa o desenvolvimento como um fenômeno distinto, iniciado como uma mudança espontânea, entre um desequilíbrio e outro, na qual há um rompimento do estado atual e se deslocando a uma nova posição, superior e transformada em um novo ponto de equilíbrio o chamado “novo normal”. Os principais pontos da metodologia que traria impacto neste processo são a inovação, a criação de novas empresas, novos mercados, os grandes empreendimentos que impedem a concorrência e os monopólios. Para o autor, a ênfase do papel do crédito para o desenvolvimento econômico colocando o empresário como agente central, desloca esta relação comercial e proporciona as empresas financeiras para uma maior concentração de volumes e a importância da sua relação com a taxa de juros e investimento de longo prazo.

Para Tavares e Carvalheiro (1985), a disputa por domínio do mercado e pelo controle tecnológico impõe aos capitais individuais uma constante necessidade de se concentrarem. Com a reforma financeira e a possibilidade de captação de recursos diretamente no mercado financeiro para financiar seus projetos, houve uma transformação do mercado bancário ao longo do tempo. Este processo fortaleceu a formação das grandes empresas por intermédio de inovações que garantiram a elas uma vantagem competitiva concentrando o mercado, já que absorviam as firmas menores e com as fusões e incorporações se tornaram ainda maiores, podendo influenciar no preço e na busca por novos mercados.

A lógica de atuação do sistema financeiro deve ser compreendida em uma perspectiva da atuação de empresas no mercado. Em face dessa compreensão, fica mais clara a relevância da política de centralização financeira. A maximização do lucro não é o objetivo da firma, mas sim a sua busca pelo crescimento. Desta forma, a firma busca se transformar em grandes conglomerados e possuir condições de monopólio e acesso a novos mercados. A questão, para Lazonick (2006), é que uma firma maximizadora não é uma firma inovadora. Na análise da grande firma, ela transforma tecnologias e acessa os mercados, assim se desenvolve utilizando as capacidades de criação de valor destes recursos para gerar produtos que os compradores querem a preços que eles estão dispostos a pagar. Este processo de inovação anda de forma oposta ao desejo da firma maximizadora.

Na firma inovadora os empresários são os responsáveis por criar as novas oportunidades e interromper a condição de equilíbrio de mercado, além do conhecimento especializado ser de extrema importância para competir e se manter inovadora em sua indústria. A constante inovação, por conseguinte, o tamanho da firma e o seu poder de mercado, influenciam em outra condição de monopólio, que são as barreiras à entrada de novas firmas. O poder das empresas e o grande volume de recursos que se cria nestes mercados impedem a entrada e o crescimento de pequenas empresas (SCHUMPETER, 1997).

As instituições financeiras também buscam esta concentração. Ao concentrarem seus ativos os bancos têm condições de fornecer operações com menor risco e incerteza. Porém, esta concentração nem sempre atende aos desejos dos empresários, já que os bancos em geral buscam o lucro no curto prazo em detrimento dos financiamentos de longo prazo, em particular em países com seus mercados financeiros pouco desenvolvidos. De fato, para Tavares e Carvalheiro (1985), os bancos são agentes dinâmicos que, impulsionados pela lógica concorrencial, definem suas estratégias de ação procurando conciliar rentabilidade e preferência pela liquidez em suas escolhas em relação às fontes de recursos ou de aplicações. O aumento do nível de renda e de riqueza realizado por meio de transformações na estrutura financeira, usualmente, proporcionam aos países um crescimento rápido dos seus ativos financeiros de suas instituições e mercados.

Assim, não existe uma estrutura financeira ótima a ser implementada nos países. A intervenção governamental não é exceção, mas a regra em industrialização tardia bem-sucedidas no arranjo de desenvolvimento em economias. Para Freitas e Prates (2001), se não houver uma radical alteração nas políticas macroeconômicas dos países em desenvolvimento, será muito difícil que estas instituições assumam uma postura mais agressiva na concessão e alongamento dos prazos do crédito bancário, já que buscam sempre uma maior rentabilidade nas suas operações. Nestes países, apenas os bancos públicos financiam, de forma mais expressiva, os setores agrícolas e agroindustriais e concedem a maioria dos financiamentos imobiliários de longo prazo.

#### **4. Conclusões e posicionamento**

O posicionamento deste estudo sobre o modelo teórico de políticas financeiras desenvolvidas pelo Estado chinês, se constituem amparados em três conceitos, que foram orientados pelas teorias apresentadas, que são: o Estado empreendedor que é a análise Schumpeteriana; a repressão financeira que está na análise Minskyana; e o contexto do financiamento direcionado por parte do Estado, presente na teoria keynesiana.

A primeira e a principal característica da teoria descrita neste estudo estão relacionadas à teoria keynesiana. Que se relaciona diretamente com os resultados apresentados pela economia chinesa que estão vinculados a um processo direcionado pelo Estado na aplicação da sua política econômica e centralização dos financiamentos. Nesse contexto, a dinâmica chinesa, na análise de Souza (2018), pode ser pensada em dois eixos: o Estado, como agente centralizador e regulador da economia; e a dominação do capital, amparado em novas relações sociais de produção com predomínio da estrutura produtiva e no desempenho econômico. A trajetória das reformas implementadas na China teve como objetivo combinar um socialismo e nacional desenvolvimentismo, cuja lógica tem propósitos distintos, com organização social composta por diferentes níveis de complexidade. O modelo nacional desenvolvimentismo combinava o desenvolvimento econômico e social “aos interesses oligárquicos nativo de cada país” (SOUZA, 2018, p. 18).

Para Keynes, os bancos ocupam papel central no funcionamento da economia, tendo a capacidade de criar crédito, alterando a escala de atividade econômica. A tomada destas decisões mantendo este poder nas



políticas do Estado, seja por meio das instituições, que eram essencialmente públicas, ou no direcionamento e na centralidade destes financiamentos, orientou as políticas econômicas e o crescimento chinês deste período (MENDONÇA, 2015). Outra questão a ser levantada sobre esta centralidade é atuação do Estado como agente “emprestador e investidor”. O desafio chinês de recuperar o desenvolvimento retardatário proporcionou a “superação dos obstáculos relacionados ao financiamento das atividades produtivas”, alcançando um novo patamar de desenvolvimento econômico e social (JABBOUR, 2019, p. 168).

A segunda análise está relacionada à teoria apresentada por Minsky (2008), que tem como uma das premissas a ideia de que os mercados financeiros influenciam nas decisões de investimento. Esta atuação potencializa a decisão sobre o investimento baseado na natureza e nas condições que estas dívidas são contratadas. Com isso, o ciclo de pagamento entre o devedor e os emprestadores em plena sincronia é fundamental para o funcionamento de uma economia capitalista. Este processo pôde ser observado nas políticas aplicadas pela economia chinesa, sobretudo no impacto da repressão e direcionamento junto a suas políticas de crédito, oriundo do enfrentamento dos compromissos financeiros quebrados devido aos ativos de liquidação duvidosa, durante a crise asiática. Neste sentido, a crise obrigou o Estado a agir como emprestador de última instância, mediante a provisão de liquidez junto aos bancos estatais (MENDONÇA, 2015).

Para Huang e Wang (2018), na fase inicial de desenvolvimento econômico e reforma, a contribuição positiva da repressão para o crescimento econômico foi dado por meio da manutenção da estabilidade financeira ao converter poupança em investimento, sendo este efeito maior do que os efeitos negativos sobre a ineficiência e risco.

Contudo, mesmo após a fase inicial da reforma, na análise de Burlamaqui (2015, p. 290), os governos devem atuar como “supervisores prudenciais e reguladores sistêmicos globais”, mantendo o controle financeiro e condicionando as articulações entre os setores da economia. Em economias pouco desenvolvidas, o pouco dinamismo do setor financeiro pode ser considerado uma falha de mercado, e a repressão mediante o controle e a regulamentação, pode ser entendida como uma correção para estas falhas, evitando o deslocamento do capital para a atividade especulativa.

Estes movimentos de fato ocorrem junto à economia chinesa, que tanto no início das reformas se mantêm no centro das decisões — contribuindo para manter a estabilidade do sistema financeiro, mesmo impondo uma repressão no direcionamento de suas políticas de crédito — como no momento de instabilidade, no final da década de 1990, quando articula o enfrentamento sobre os ativos de liquidação duvidosa.

A última análise está relacionada ao Estado empreendedor do modelo schumpeteriano. Para Burlamaqui (2015), este modelo estava alicerçado a um pujante modelo de financiamento caracterizado nos modelos teóricos schumpeteriano de Estado empreendedor, nos quais o Estado é o principal agente de financiamento, que no caso chinês é tanto produtivo como direcionado aos investimentos em infraestrutura. O financiamento público chinês realizado pelas empresas estatais foram os principais atores responsáveis pelo crescimento dessas empresas. Essas, sustentadas nessa dinâmica de financiamento centralizado e direcionado pelo Estado, respaldaram a modernização tecnológica e a internacionalização de seus produtos.

Na análise de Cintra e Silva Filho (2015), ao propor uma expansão do crédito doméstico, com baixas taxas de juros e longos prazos de maturação, acrescida da entrada das empresas multinacionais ao mercado interno, a China foi capaz de montar um sistema de *finance*-investimento-renda-*fund*ing, nos termos Minskyano - keynesiano-schumpeteriano, conquistando uma prosperidade econômica rápida e que se mantêm duradoura. Essa política financeira reduziu a restrição do país ao desenvolvimento, permitindo aos agentes públicos e privados recompor, de forma individual e coletiva, os objetivos que seriam inalcançáveis apenas por intermédio 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
- 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.
- KRUGMAN, Paul. Prefacio. *In: KEYNES, John Maynard. A teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. São Paulo: Editora Saraiva, 2012.

- LAZONICK, W. Corporate governance, innovative enterprise, and economic development. UNU World Institute for Development Economics Research (UNU-WIDER). **Research paper**, n. 71. jul. 2006. Disponível em: <<http://www.wider.unu.edu/publications/rps/rps2006/rp2006-71.pdf>>. Acesso: 01 set. 2013.
- 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.
- 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.
- MEDEIROS, Carlos A. SERRANO, Franklin. Padrões monetários internacionais e crescimento. *In*: FIORI, José Luís. **Estados moedas no desenvolvimento das nações**. Petrópolis – RJ: Editora Vozes, 2012. v. 4, p. 119-151
- 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, Maria da Conceição. **Ciclo e crise: o movimento recente da industrialização brasileira**. Campinas: UNICAMP, Instituto de Economia - IE, 1998.
- 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.