



# DD

## Desenvolvimento em Debate

v.3, n.2  
2015

---

# **D** Desenvolvimento em **D**ebate

v.3, n.2, 2015

**INCT/PPED**  
Instituto Nacional de Ciência e Tecnologia em  
Políticas Públicas, Estratégias e Desenvolvimento

**CNPq**  
Conselho Nacional de Desenvolvimento  
Científico e Tecnológico

**FAPERJ**  
Fundação Carlos Chagas Filho de Amparo  
à Pesquisa do Estado do Rio de Janeiro

Instituições parceiras do INCT/PPED: UFRJ, UFF, UFRRJ, UFJF, UNICAMP e UERJ

**Desenvolvimento em Debate** é uma publicação seriada semestral editada pelo Instituto Nacional de Ciência e Tecnologia em Políticas Públicas, Estratégias e Desenvolvimento (INCT-PPED) com o objetivo de divulgar trabalhos científicos originais da área de conhecimento interativa entre as Ciências Humanas, Sociais e Ambientais.

### **COORDENAÇÃO INCT PPED**

Renato Boschi e Ana Célia Castro

### **EDITOR**

Carlos Henrique Santana

### **EDITORA ASSISTENTE**

Leticia Simões

### **CONSELHO EDITORIAL**

Adel Selmi (INRA, France)

Alexandre d'Avignon (UFRJ)

Antonio Márcio Buainain (Unicamp)

Bhaven Sampat (Columbia University, USA)

Benjamin Coriat (Université de Paris XIII, France)

Carlos Eduardo Young (UFRJ)

Carlos Morel (Fiocruz)

Celina Souza (UFBA)

Charles Pessanha (UFRJ)

Cristina Possas (UFRJ)

Diego Sanchez Anchochea (University of Oxford, UK)

Eduardo Condé (UFJF)

Erik Reinert (University of Oslo, Norway)

Eli Diniz (UFRJ)

Estela Neves (UFRJ)

Giovanni Dosi (Scuola Superiore Sant'Anna, Pisa, Italy)

Ha-Joon Chang (University of Cambridge, UK)

João Alberto de Negri (IPEA)

Jorge Ávila (INPI)

Lionelo Punzo (Universidade de Siena, Italy)

Mario Possas (UFRJ)

Marta Irving (UFRJ)

Peter Evans (University of California, Berkeley, USA)

Peter May (UFRRJ)

Renato Boschi (IESP)

Sérgio Salles (Unicamp)

Shulin Gu (University of Beijing, China)

Valéria da Vinha (UFRJ)

Victor Ranieri (USP)

Contato: [dd.inct.pped@gmail.com](mailto:dd.inct.pped@gmail.com)

Acesse nosso site : <http://desenvolvimentoemdebate.ie.ufrj.br>

Desenvolvimento em Debate / Ana Célia Castro, Renato Boschi (Coordenadores)

Rio de Janeiro, volume 3, numero 2, 2015

134p.

1. Desenvolvimento 2. Estado 3. Políticas Públicas 4. Variedades do Capitalismo. 5. BIC

ISSN 2176-9257

## Sumário

Carta dos Editores	
Vantagens Competitivas Institucionais de Bancos Públicos Kurt Mettenheim	7
The role of state in the banking industry: Evidence from Russia Andrei Vernikov	29
Atuação Anticíclica dos Bancos Públicos Brasileiros Fernando Nogueira da Costa	47
A desaceleração chinesa e o "Novo Normal": implicações estruturais para a economia e o setor financeiro doméstico Rafael Shoenmann de Moura	79
Limits of VoC and institutional complementarities in the semi-periphery: comparative analysis of reforms in Brazil and India Carlos Henrique Vieira Santana	111



## Carta dos Editores

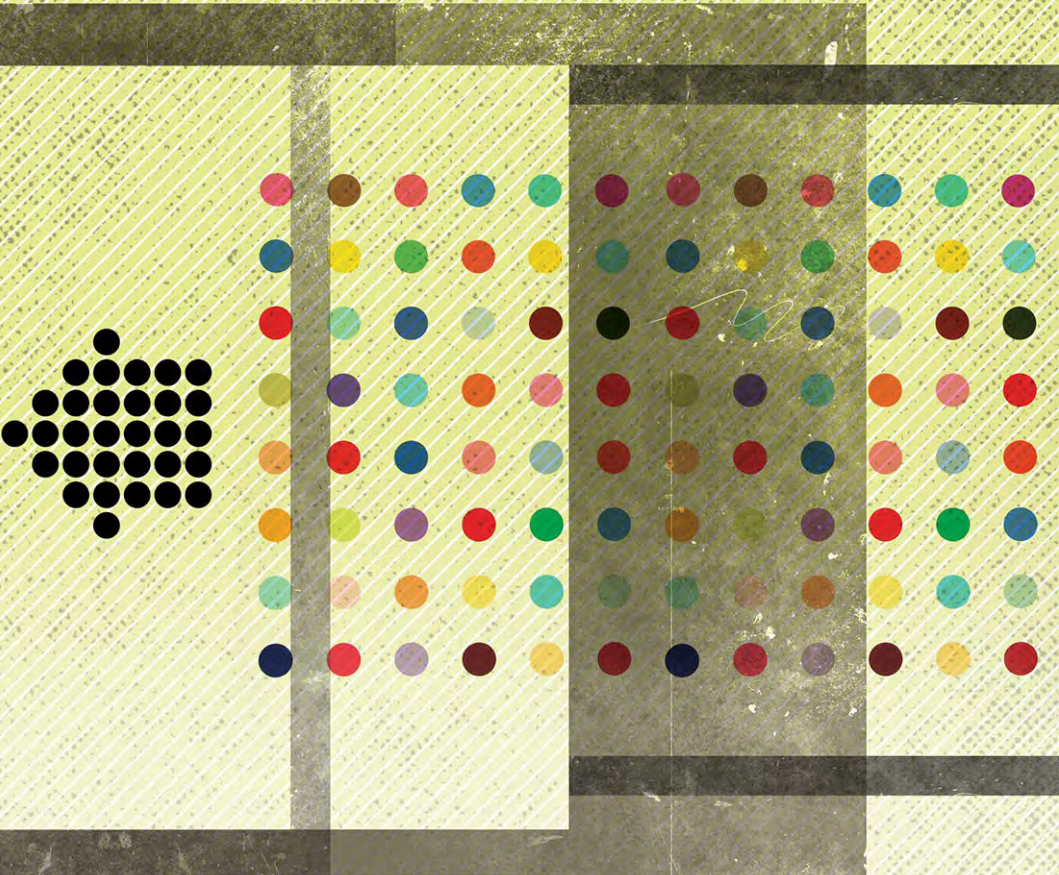
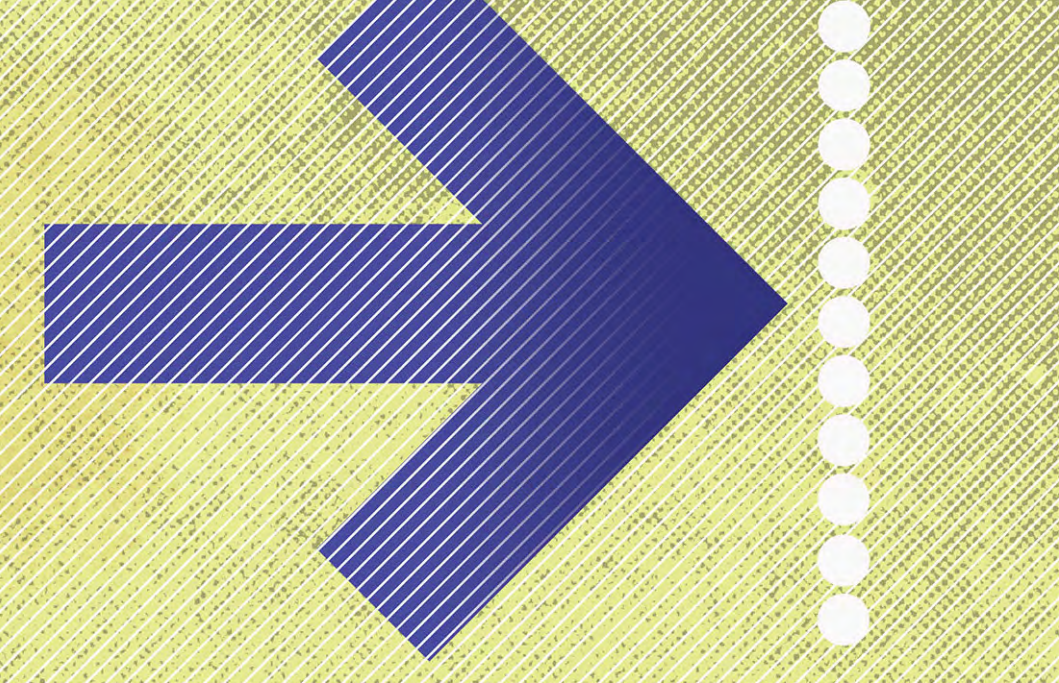
A presente edição traz um conjunto de artigos voltados para discussão do papel dos bancos públicos no regime de produção dos BRICs. A literatura ortodoxa sobre sistema financeiro na agenda de desenvolvimento tende a estabelecer uma relação deletéria entre o papel protagonista dos bancos públicos e o funcionamento construtivo do sistema financeiro na alocação dos investimentos na economia. A principal alegação é que os bancos públicos promovem distorções de alocação e a consequente *crowding out*.

Um dos eixos comuns do protagonismo geopolítico e macroeconômico de Brasil, Rússia, Índia e China tem sido a capacidade de suas instituições de crédito estatais de estimular de forma coordenada setores estratégicos da economia, como infraestrutura, políticas sociais e inovação. Como veremos ao longo dos diversos capítulos, os bancos estatais públicos desempenham um papel contracíclico, garantindo estímulos de crédito numa conjuntura internacional de retração dos fundos privados em decorrência da crise financeira que atingiu principalmente o sistema bancário dos países da OCDE. Os bancos públicos estatais também têm assumido funções de holding acionárias em diversos segmentos estratégicos, desempenhando o papel de *commanding heights* em áreas como indústria de energia, complexo militar e de comunicações. A capacidade de aquisição acionária das empresas chinesas em setores de ponta tecnológica tem por trás fundos de bancos chineses estatais. Um cenário que não é muito distinto na Rússia, Brasil e Índia, com a estratégia dos campeões nacionais.

De modo geral, o conjunto de trabalhos aqui reunidos procura reagir a uma premissa recorrente: a de que o sistema financeiro tenderia a convergir a um modelo centrado na coordenação do crédito via mercado de capitais. Após a crise de 2008, ficou bastante claro que há limitações regulatórias sérias nesse modelo ortodoxo e é preciso observar as variantes institucionais de alocação de crédito, onde os bancos públicos estatais desempenham um papel central. Considerando as dificuldades que os países da OCDE apresentam para sair da crise recessiva, as operações contracíclicas adotadas pelos BRICs tiveram um papel global para impedir que o quadro recessivo não redundasse em generalizada depressão global. Entender a dimensão histórica e institucional dos bancos públicos na configuração desse regime de produção é crucial não apenas para compreender os dilemas da ordem capitalista atual, como também suas possíveis alternativas.

*Os Editores*





# Vantagens Competitivas Institucionais de Bancos Públicos

## *Institutional Foundations of Competitive Advantage in Public Banking*

\* Kurt Mettenheim

### Resumo

Este artigo utiliza conceitos e teorias sobre instituições, falhas de mercado, e bancos para explicar como bancos públicos tendem a superar bancos privados em funções essenciais como o custo de operações, o balanceamento de ativos e passivos, a criação de reservas, a gestão de liquidez, a manutenção da confiança de depositantes e do público em geral, a gestão de problemas relacionados à assimetria de informações, aos custos de agência, ao racionamento de crédito, à drenagem de capital, e outras falhas de mercado e fenômenos importantes de economia política.

Palavras-chave: vantagens comparativas; bancos públicos; bancos privados

### Abstract

*This article uses concepts and theories of institutions, market failures, and banks to explain how public banks tend to outperform private banks in essential functions such as cost of operations, balancing of assets and liabilities, creation of reserves, liquidity management, maintaining the confidence of depositors and the general public, and the management of problems related to information asymmetries, agency costs, credit rationing, capital drain, and other market failures and important phenomena of political economy.*

*Keywords: competitive advantages; public banking, private bankings*

\* Professor da Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getulio Vargas.

Email: kurt.mettenheim@fgv.br



## Introdução

**B**ancos privados procuram maximizar o lucro e manter a governança centrada na livre iniciativa dos executivos e orientada aos acionistas. Em contraste, bancos públicos mantêm modelos de gestão embasados em retornos sustentáveis por horizontes de tempo mais longos, com missões corporativas que incluem políticas públicas, tradições alternativas de governança que privilegiam o controle de executivos pelo conselho do banco, e orientação aos grupos sociais interessados. Desde a liberalização da indústria bancária, o que ocorreu em muitas economias avançadas a partir dos anos de 1980, e em muitos países em desenvolvimento a partir dos anos de 1990, bancos públicos (quando não privatizados), têm se mostrado *bancos melhores* do que bancos privados em termos de eficiência, rentabilidade, gestão de riscos e outros indicadores de qualidade de gestão bancária (Andrianova, 2012; Ang, 2011; Andrianova et al, 2008; Yeyati et al, 2007). Isto contraria idéias centrais da teoria bancária contemporânea. Também contraria expectativas sobre a superioridade da propriedade privada para a gestão bancária. Porém, a reavaliação de bancos públicos volta aos clássicos como Shonfield (1965) e Zysman (1983) que valorizaram a capacidade de bancos públicos para a reconstrução da Europa depois de 1945 e a gestão de mudança industrial até os anos de 1980.

Abordagens sobre os fundamentos institucionais da vantagem competitiva alargam o campo de análise de bancos porque trazem para o primeiro plano as bases históricas, sociais, políticas e organizacionais das vantagens (como também dos riscos), associados a bancos públicos. Teorias e conceitos sobre instituições extrapolam a visão limitada de bancos como empresas financeiras cujo fim é maximizar o lucro. Como as realidades bancárias envolvem fenômenos sociais e políticos, precisamos nos voltar para os conceitos, métodos e teorias sobre instituições das disciplinas que lhe são pertinentes, ou seja, de fora da economia. Os instrumentos de análise institucional advindos da sociologia e da ciência política são fundamentais para ampliar o âmbito da investigação para além da teoria bancária contemporânea (Wilson, et al, 2010; Bhattacharya e Thakor, 1993) que insiste em definir bancos como firmas que visam maximizar lucros nas operações dos mercados de capitais.

Paradoxalmente, mesmo os estudos mais críticos dos processos de mudança bancária concordam com as expectativas de convergência para a intermediação financeira, a qual leva ao fim da atuação tradicional de bancos alternativos, ou seja, a instituições que atuam como bancos públicos e cooperativas de crédito. Desse ponto de vista, o foco em bancos que atuam em centros financeiros acaba por dominar em demasiado o debate sobre bancos e sistemas bancários em geral. Portanto, precisamos olhar para além da atuação de atividades daqueles grandes bancos centrados em mercados de capitais (Howard e Hardie, 2013; Admati e Hellwig, 2013), aqueles que são 'too big to fail'; ou ainda focar em processos de desintermediação como evidência de convergência de bancos e sistemas bancários (Allen and Gale, 2000; Schmidt et al, 2001).

Lembremos, que, tradicionalmente, bancos foram vistos como instituições que aceitam depósitos e fazem empréstimos (Baltensperger, 1980). Assim, bancos permaneciam diferentes de outras empresas em termos das características de seus ativos, passivos, governança, gerenciamento de risco, e desempenho. Porém, desde os anos de 1980, a teoria bancária contemporânea *redefiniu* bancos como empresas especializadas na intermediação financeira entre clientes e mercados financeiros. A Tabela 1 enumera sete diferenças entre a teoria bancária contemporânea predominante que vê bancos como empresas financeiras e a teoria institucional (e tradicional) aqui retomada que traz diferentes conceitos e teorias para a análise dos bancos. A teoria bancária contemporânea enfatiza a governança pelos acionistas, a maximização do lucro, a fabricação de ativos financeiros, as estratégias de alta alavancagem e alto risco, os métodos quantitativos de gestão de risco nos mercados financeiros eficientes, as bases teóricas nos preceitos da intermediação financeira, e apresenta, finalmente, expectativas de que todos os bancos convergiriam em direção às práticas mais eficientes dos bancos privados atuando diretamente como intermediários entre cidadãos-investidores e os mercados de moeda e capital.

Tabela 1 – Bancos como instituições versus firmas financeiras

	Firmas financeiras	Instituições
Governança	Acionista	Stakeholders
Missão	Lucro	Sustentar retornos e política pública
Modelo de Negócios	Fabricação de ativos	Balancear passivos e ativos
Estratégia	Maximizar alavancagem	Moderar alavancagem
Gestão de Risco	VaR ou modelos quanti	Relacionamento e info complexa
Base Teórica	Intermediação financeira	Incerteza e instituições
Previsão	Convergência	Variedade persistente

Em contraste, a teoria de banco institucional enfatiza a governança pela incorporação de grupos sociais interessados no conselho do banco; a produção de retornos sustentáveis ao longo do tempo; o balanceamento tradicional e mais conservador dos ativos e passivos; a restrição de alavancagem a níveis moderados; o uso de informações contextuais e de relacionamento social e bancário; a realidade de incerteza; e teorias de instituições que informam expectativas de que a variedade persistirá no setor bancário, em vez da convergência para o padrão de bancos, típicos de centros financeiros e monetários.

A teoria institucional promete trazer novas perspectivas sobre problemas centrais na análise de bancos. Estudos de caso, análises histórico-institucionais, e comparações de grandes bancos públicos podem melhorar a compreensão do comportamento de bancos, públicos e privados. Estudos de caso e n comparações focalizadas prometem explicar melhor como os bancos públicos alinham os incentivos de proprietários

(ou seja, governos), gerentes, e funcionários através de culturas corporativas que vão muito além da maximização do lucro. Os métodos de estudos institucionais e organizacionais de pesquisa ajudam a explicar como os bancos desenvolveram mecanismos para reduzir os custos de agência e custo de transação. Os dados sobre os balanços dos bancos, que estão cada vez mais disponíveis de bancos e autoridades monetárias, também oferecem oportunidades para explicar tanto a origem e a evolução dos bancos no passado, como também as transformações atualmente em curso, especialmente no contexto atual de adaptação às novas tecnologias de informação e de comunicação que reduziram o custo de produtos e serviços bancários a menos de um por cento do custo anterior.

A grande escala de muitos bancos públicos também permite usar o foco institucional para examinar como se dão os empréstimos anticíclicos e do papel de bancos públicos em absorver choques. Isto é uma vantagem analítica. Grandes bancos servem como bons estudos de caso ao nível de análise micro ou organizacional. Mas, o tamanho maior de boa parte dos bancos públicos significa que os efeitos de seu comportamento individual são, frequentemente, sentidos nos níveis de análise mezo e macro. Por exemplo, hoje, décadas após a liberalização do mercado bancário na Índia, o State Bank of India ainda mantém em torno de 85 por cento dos mercados de crédito, como também boa parte dos outros serviços bancários no país. Desta maneira, estudos de caso de bancos públicos servem também para evitar falhas em estudos que comparam dados agregados.

Desde a revolução na tecnologia da informação e a liberalização de setores bancários, houve uma modernização de instituições bancárias tradicionais, em um processo de 'volta ao passado' de vários tipos e de várias maneiras (Mettenheim, 2013). Em vez de convergência para bancos privados que centram sua atuação de forma direta entre os cidadãos e os mercados de moeda e de capital, uma ampla variedade de instituições bancárias persistiu, incluindo desde bancos de desenvolvimento ou de propósito específico (Aghion, 1999; Diamond, 1957), a bancos de poupança de governos locais, regionais e nacionais (Ayadi et al, 2009), como também novas instituições de investimento de longo prazo. Isto ocorre não somente desde a liberalização da indústria, mas também desde a crise financeira global de 2007-8.

Neste sentido, ambos os estudos críticos de bancos e a teoria bancária contemporânea incorreram em uma grave falha: a de elevar as práticas tradicionais de bancos privados em centros financeiros para uma teoria universal. Isto acaba por ignorar a variedade institucional maior de tipos de bancos, sejam bancos públicos, sejam cooperativas de crédito, sendo que estas últimas, em muitos países, também continuam a fornecer grande parte do crédito.

Desta maneira, a teoria institucional pode ajudar a renovar a micro e a macroeconomia de estudos bancários, capturando uma gama maior dos fenômenos que redefiniram a indústria durante as últimas décadas. A teoria institucional também pode aprofundar a compreensão do cenário mais amplo de bancos, especialmente

em temas como seus papéis anticíclicos, a fim de evitar tanto a formação de bolhas de ativos, como também amenizar as recessões quando elas estouram. Assim, teorias de bancos, se usadas como instrumentos de política pública, acabam também por afastar acusações infundadas de ineficiência do setor bancário, para explicar como os bancos públicos podem multiplicar fundos de governo para superar as restrições fiscais, além de ajudar a melhorar o controle contratual e a *accountability* durante a implementação de políticas públicas. Além disso, a teoria bancária institucional também pode ampliar a visão da inclusão financeira para além do viés empresarial no mercado de microfinanças, que hoje privilegia o capital privado e ignora tanto a atuação de bancos públicos em países em desenvolvimento, como as experiências positivas do passado de bancos sociais nas economias avançadas.

Para a teoria bancária contemporânea, a eficiência dos mercados levará os mercados de capitais a fornecer produtos e serviços bancários melhor que práticas bancárias tradicionais baseadas em relacionamento com clientes e partes interessadas em instituições sociais e políticas. Aqui, sugerimos o contrário: desde a liberalização da indústria, e durante a adoção de novas tecnologias que transformaram os produtos e serviços bancários, bancos públicos usaram bases institucionais para realizar uma gama notável de vantagens competitivas sobre bancos privados. Mesmo sendo crítica, a teoria de repressão financeira reconhece que o custo operacional e o acesso ao capital barato apresentam vantagens para bancos públicos, pois a lógica básica de 'crowding out' é que o financiamento mais barato e os prazos maiores dos bancos públicos distorcem os preços e inibem o crescimento dos mercados de capital (Gurley e Shaw, 1974).

A teoria institucional de bancos aprofunda esta observação da teoria de repressão financeira com a seguinte ressalva. Os bancos públicos foram criados, historicamente, para reparar falhas de mercado e financiar projetos de infraestrutura, de habitação, de agricultura e de outros setores, justamente porque não tinham acesso a crédito a preços e termos oferecidos de bancos privados ou de mercados de capital e moeda. Isto é uma vantagem competitiva dos bancos públicos, isto é poder melhor balancear passivos e ativos, o que permite a transformação de maturidades (de passivos em ativos) em grande escala, aumenta a confiança e a reputação organizacional de bancos públicos, melhora controles internos devido a menor pressão para maximizar lucros; melhora a supervisão interna (o que evita a exposição excessiva de riscos e os fortes incentivos do marketing e vendas não éticas).

A maioria das comparações de desempenho de tipos diferentes de bancos utiliza conceitos e medidas da teoria da agência que enfatizam os acionistas, o uso de controle contratual, e a disciplina do mercado como instrumento interno de gestão. Desta perspectiva, a eficiência de um banco depende da sua capacidade de mitigar potenciais conflitos de agência. Aqui, as teorias neoclássicas sobre a firma como maximizador de lucro dominaram o debate (Fama, 1980). Uma avalanche de análises de dados agregados reportaram evidências, hoje já colocadas em cheque, das

supostas vantagens universais dos bancos privados sobre os bancos públicos, e dos vícios que estes últimos tenderiam a acumular (La Porta et al, 2002).

Contudo, pesquisadores mais céticos focalizaram em problemas inerentes aos bancos privados. Conceitos como *rent-seeking* e outros comportamentos internos perversos (Fama e Jensen, 1983b; Hart e Moore, 1990) sugerem que a dispersão da participação acionária não consegue evitar que os gestores perseguem seus próprios interesses e não os dos acionistas.

Bancos públicos possibilitam mecanismos de controle internos diferentes dos utilizados em bancos privados. Uma vasta literatura sobre finanças corporativas e teoria da agência enfatiza que contratos podem alinhar os interesses de gestores com os interesses dos acionistas (Jensen e Zimmerman, 1985). Mas os sistemas de remuneração por desempenho aumentam o interesse e a capacidade dos executivos de abusarem de seus cargos e escaparem do controle dos acionistas. Antes da crise financeira global de 2007-2008, as evidências sobre a eficácia de esquemas de pagamento por desempenho (especialmente dos planos de opções de ações) em mitigar conflitos de agência eram, na melhor das hipóteses, ambíguas (Polo, 2007; John e Qian, 2003; Bebchuk e Fried, 2003). A partir da crise de 2007-2008 as evidências são mais claras, mostrando que os gerentes de bancos repetidamente colocaram em perigo suas instituições, prosseguindo com estratégias de alto rendimento e alto risco (Sorkin, 2010). Isto ocorreu a tal ponto que os regimes de remuneração de executivos em grandes bancos privados tornaram-se uma questão política fundamental para nossa época pós-crise.

Bancos públicos dependem de diferentes mecanismos para disciplinar os gestores. Os seus mandatos políticos, sociais, e de implementação de políticas públicas produzem diferentes culturas corporativas e incentivam gestores a trabalhar mais responsabilmente. Em bancos públicos os investidores também retêm interesses com perfil mais concentrado do que o de proprietários de bancos privados, que são acionistas mais dispersos. Os governos (como investidores) têm perfis diferentes, graus de aversão aos riscos maiores, e horizontes de tempo mais longos do que os investidores privados. Como gerentes de bancos públicos que atuam na esfera pública e são responsáveis pelo interesse público, os governos têm menos incentivos e menos oportunidades para ir contra os interesses das partes interessadas. Ligações mais estreitas entre as partes interessadas e os gestores, como também mais e maiores prerrogativas do controle exercido por órgãos sociais, sugerem que bancos públicos são centrais para a coordenação de economias avançadas e em desenvolvimento (Mettenheim, 2010; Hackethal et al, 2005; Hall e Soskice, 2001).

Os custos de conflitos de agência entre depositantes e gestores também tendem a ser muito inferior em bancos públicos, devido ao nível mais elevado de confiança depositada nestas instituições tanto por clientes como pelo público em geral (Grossl et al, 2013). Isto é especialmente verdade em tempos de crise. Em tempos difíceis, os bancos públicos são considerados mais “seguros e com melhores margens” (Dietrich



e Wanzenried, 2011, p. 321). A maior confiança dos depositantes e do público em geral em bancos públicos se deve, em grande parte, às histórias institucionais, com enraizamentos tanto na sociedade, como na política local, regional e nacional. A governança corporativa orientada para as partes interessadas, a reputação corporativa com base em missões sociais e políticas públicas e, no passado, a garantia de pequenos depósitos em bancos de poupança foram fundamentais para o desenvolvimento desta confiança. De fato, em meio a crises, até hoje depositantes muitas vezes tiram seus fundos de bancos privados para depositar em bancos públicos. Isto reforça ambos os pontos fracos 'pró-cíclicos' de bancos privados, como também a capacidade contracíclica dos bancos públicos (Schclarek-Curutchet, 2014; Mettenheim, 2010).

Para a teoria bancária contemporânea, assimetrias de informação e outras falhas de mercado ajudam a explicar uma variedade de fenômenos na atividade bancária. Sabendo mais sobre os credores, os gestores de bancos privados podem acabar se comportando de forma oportunista para produzir o risco moral, aumentar o risco de crédito e corroer ativos com empréstimos non-performing. A falta de informação sobre clientes ou bairros pode produzir uma seleção adversa, com o racionamento de crédito em bancos privados (Stiglitz e Weiss, 1981). Uma maneira de reduzir as assimetrias de informação e falhas de mercado, neste sentido, é relacionamento bancário, com clientes e com as partes interessadas. Booth define relacionamento bancário como

*a prestação de serviços financeiros por um intermediário financeiro que: (i) investe na obtenção específica informação sobre o cliente, muitas vezes de natureza proprietária, e (ii) avalia a rentabilidade destes investimentos através de múltiplas interações com alguns clientes ao longo do tempo e ou através de produtos (Booth, 2000:10).*

O relacionamento bancário melhora o intercâmbio de informações e os contratos entre os bancos e os usuários de forma a aumentar a oferta de crédito (Petersen e Rajan, 1994), como também a reduzir as exigências de garantias e custos decorrentes de dificuldades financeiras (Hoshi, Kashyap, e Scharfstein, 1990).

Os bancos públicos estão excepcionalmente bem posicionados para colher as vantagens competitivas do relacionamento bancário. As caixas econômicas regionais e locais estão mais próximas de depositantes e tomadores de empréstimos. São enraizadas em comunidades locais e mantêm redes grandes de agências bancárias. As informações 'soft' recolhidas ao longo do tempo em proximidade com clientes e cidadãos são uma das principais fontes de vantagem competitiva para os bancos públicos. Em comparação, os bancos privados tendem cada vez mais a usar informações muito limitadas a partir de bancos de dados agregados padronizados (Ayadi et al, 2010; Fonteyne, 2007; Cuevas e Fischer, 2006).

Carnevali (2005) argumenta que a presença local de bancos de poupança europeus apresentam vantagens competitivas, pois tornam estas instituições mais capazes de fornecer empréstimos contracíclicos para ajudar famílias e firmas a atravessar recessões e ajustes econômicos.

Com menos pressão para pagar dividendos aos acionistas, os bancos públicos estão mais livres para usar lucros retidos para financiamento. Os bancos de desenvolvimento e bancos para fins especiais podem receber infusão de capital ou depósitos de fundos oficiais de pensão e de poupança. Estas diferentes fontes de financiamento fornecem aos bancos públicos vantagens competitivas sobre os bancos privados e vantagens comparativas para a política social e pública. Isto contraria idéias centrais sobre a repressão financeira que dita que o menor custo de capital para bancos públicos acaba por expulsar os bancos privados do mercado de crédito e distorce os preços do mercado de capitais. No entanto, tendo em conta a gravidade das restrições fiscais de governos, bancos públicos fornecem uma alternativa muito atraente para a despesa pública. Se bancos multiplicam dinheiro, bancos públicos multiplicam o dinheiro público, além de aumentarem o controle contratual sobre a implementação de políticas públicas (Mettenheim, 2010).

Giannola (2009) argumenta que, devido ao fato de que bancos públicos acumularam maiores reservas de capital através de políticas mais cautelosas, estas instituições mantêm uma 'vantagem patrimonial' durante a transição para os acordos de Basiléia. Antes da crise, Fonteyne (2007) previu que o custo de capital para os bancos diminuiria ao ponto de se tornar irrelevante como parte dos custos de operações bancárias. Ao contrário, os custos exorbitantes de recapitalizar bancos privados no mundo inteiro, desde a crise de 2007, tanto como exigência regulamentar ou como estratégia de prudência, sugerem que o acesso a capital de baixo custo continua a ser um elemento fundamental e uma fonte de vantagem competitiva para os bancos públicos sobre bancos privados.

Em comparação, os imperativos da maximização do lucro em bancos privados servem de forte incentivo contra a necessidade, amplamente reconhecida, de reduzir a alavancagem ou, dito de outra maneira, de manter níveis mais seguros de reservas contra os riscos (Lall, 2012). Isto, porque a capitalização de bancos privados aumenta o denominador sobre o qual o retorno bancário é calculado, ou seja, o valor de ações e reservas sobre retornos. Aqui fica aparente uma das anomalias mais gritantes das teorias sobre as virtudes de bancos privados: desde a liberalização da indústria, bancos públicos reportam retornos maiores e mais sustentados do que bancos privados.

Estas diferenças entre bancos públicos e privados no micro somam a diferenças no macro. Primeiro, os bancos públicos ajudam a suavizar riscos intertemporais, uma função central de sistemas bancários. Allen e Gale (1997 e 2000) argumentam que uma das principais vantagens dos bancos sobre os mercados de capitais é sua capacidade de suavizar o risco intertemporal. Bancos são capazes de acumular capital em tempos bons e usá-lo em tempos ruins. Como Ayadi et al apontam 'criando e desbloqueando reservas é uma técnica específica de gestão de riscos' (2010:108). Isto amplia a tese de criação de liquidez (Diamond e Rajan, 2000), de acordo com a qual o acesso ao refinanciamento a baixo custo e a capacidade de bancos para fazer cumprir o reembolso ou liquidar empréstimos ruins são determinantes da função de criação de liquidez dos

bancos. Isto reforça a importância de nossa observação sobre a maior confiança de clientes e cidadãos em bancos públicos, o que proporciona uma vantagem sobre os bancos privados. Enquanto os clientes tendem a retirar depósitos de bancos privados durante as crises, os depósitos aumentam frequentemente em bancos públicos durante tempos difíceis. Isto reforça a capacidade de bancos públicos em fornecer empréstimos anticíclicos. Assim sendo, os bancos públicos se tornam mais capazes para cumprir a função crítica de suavização de risco intertemporal (Ayadi et al., 2010).

O reconhecimento das vantagens competitivas dos bancos públicos evidencia uma anomalia da teoria contemporânea de bancos e da teoria liberal e neoclássica em geral. Vistos em geral como anacronismos em meio a reformas pró-mercado desde a década de 1980, grandes grupos de bancos públicos têm, no entanto, realizado um bom desempenho desde liberalização, desregulamentação, privatizações, e a adoção de novas tecnologias, mesmo com a crise de 2007-2008.

Em termos semelhantes à redescoberta e reinterpretação das tradições heterodoxas de teorias da firma que vieram melhorar o entendimento de firmas em geral, como entidades inseridas em realidades sociais, políticas e governamentais mais amplas (Biondi et al., 2007), podemos concluir que novas teorias institucionais de bancos são necessárias para explicar o comportamento dos bancos e, especificamente, seu desempenho como parte das realidades sociais, políticas, culturais e econômicas que determinam vantagem competitiva em muitos mercados e esferas em que os bancos alocam recursos.

## **Da teoria à evidência: Comparando bancos públicos e privados**

Nesta segunda parte do artigo utilizamos dados de portfólio de bancos coletados pelo banco de dados Bankscope para comparar bancos privados e bancos públicos em cinco regiões mundiais em termos de 36 indicadores de performance bancário de 2006-2013. Testes de retornos, qualidade de ativos, capital, custo de operações, e liquidez sugerem a realização de vantagens competitivas de bancos públicos sobre bancos privados conforme discutido, em teoria, na primeira parte deste artigo. O período dos dados, de 2006-2013, cobre a atuação de bancos antes, durante, e depois da crise global de 2007-2008. Ao contrário da maioria das análises de bancos públicos, evitamos a agregação de dados de indicadores econômicos e sociais na expectativa de isolar o impacto causal destas instituições, as com comparações a seguir focalizam os portfólios de bancos em amostras regionais para captar o comportamento diferenciado de bancos públicos e bancos privados na Europa, América latina, Europa oriental, países da ex-União Soviética, e Ásia sugerem um quadro favorável para atuação dos bancos públicos.

A amostra de bancos para estas comparações de testes de performance de portfólio e retornos inclui um total de 10,805 bancos; 225 bancos públicos e 10,480 bancos privados na Europa (797 privados 70 públicos) Europa oriental (357 privados

e 17 públicos), a ex-União Soviética (1,190 privados e 14 públicos), a América Latina (556 públicos e 39 privados), e a Ásia (796 privados e 85 públicos). Muito dos trinta e seis indicadores de performance bancário que são disponíveis no banco de dados Bankscope permanecem enviesados em favor do tipo de estrutura e perfil de operações de bancos privados. Há necessidade de aprofundar a discussão sobre os indicadores mais adequados para medir o impacto de bancos públicos, como também de cooperativos e outros tipos de bancos alternativos, ou seja, os bancos não privados. Porém, neste artigo utilizamos estes indicadores de padrão que possam servir de teste inicial, inclusive mais severo e mais difícil para os bancos públicos, para desvendar os críticos e o senso comum contra bancos públicos (ECB, 2010).

O primeiro teste que utilizamos para comparar bancos públicos com bancos privados é dos retornos sobre ativos, talvez o indicador mais comum que é usado para avaliar a competitividade de bancos. Nas amostras regionais do Bankscope, bancos públicos reportaram níveis de retornos sobre ativos *maiores* que bancos privados. Tabela 2 reporta as médias e os desvios padrões de retornos de bancos privados e de bancos públicos para as amostras de cinco regiões mundiais. Para a amostra de Europa, bancos públicos reportam retornos maiores que bancos privados para os anos que seguem a crise de 2007 (com exceção de 2013) e níveis semelhantes antes os anos da crise. Os bancos públicos nas outras áreas são maiores ou semelhantes que bancos privados, a não ser na amostra da Europa oriental.

Tabela 2 – Retorno sobre ativos em bancos públicos e privados, cinco regiões 2006-2013.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Europa</b>								
Privado	1,27	1,27	0,39	0,26	0,15	0,12	0,41	0,32
	3,94	4,83	3,63	4,24	10,03	2,66	3,78	0,49
Público	1,00	1,22	0,13	0,40	0,71	0,26	0,48	-0,29
	1,99	3,14	1,62	1,47	2,55	2,17	1,87	1,88
<b>Europa oriental</b>								
Privado	1,43	1,42	0,68	-1,09	-1,04	-0,08	-0,07	0,23
	2,45	2,91	3,90	11,29	14,14	4,31	3,77	3,69
Público	1,32	0,77	0,20	-1,46	-1,37	-1,67	-2,23	
	1,69	0,34	0,22	2,64	2,97	3,57	2,86	
<b>Ex-União Soviética</b>								
Privado	2,03	2,04	1,50	0,76	1,45	1,57	1,42	1,55
	2,34	4,48	4,72	5,08	4,28	3,37	3,12	4,21
Público	1,75	2,14	2,06	0,60	0,43	1,07	1,49	1,67
	0,81	0,92	2,47	1,03	1,54	1,24	2,24	1,98
<b>América Latina</b>								
Privado	2,00	1,73	1,14	1,38	1,46	1,17	1,30	1,63
	4,09	5,31	5,42	3,84	3,58	5,17	3,71	2,01
Público	1,45	1,72	1,80	1,33	1,80	1,80	1,84	0,60
	1,79	0,81	1,25	0,96	0,99	1,23	1,05	0,18
<b>Ásia</b>								
Privado	0,85	0,86	0,61	0,80	0,86	1,09	0,99	1,81
	1,57	1,78	3,86	2,20	3,87	2,15	1,95	1,12
Público	0,88	0,97	0,67	0,92	0,89	1,04	0,69	2,02
	2,11	1,21	1,27	0,66	1,01	0,64	1,55	1,04

Fonte: Bankscope.

Nota: Primeiras linhas em fonte maior = percentagem, segundas linhas = desvio padrão.

O segundo teste que reportamos aqui para comparar bancos públicos e bancos privados é o valor de renda produzido antes de impostos como porcentagem de ativos totais. Esta segunda medida de retornos produzidos pelos bancos serve de controle para o resultado acima de retornos sobre ativos, como também ajuda a controlar por eventuais diferenças entre bancos devido a diferentes padrões de tributação entre bancos. Em termos de renda antes de impostos como porcentagem dos ativos totais, bancos públicos também produzem, sistematicamente, *níveis maiores de renda* que bancos privados, a não ser em alguns anos, marcadamente para a amostra de 2013 para a Europa.

Tabela 3 – Renda antes de impostos / ativos totais em bancos públicos e privados, cinco regiões mundiais 2006-2013.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Europa</b>								
Privado	1,39	1,25	0,55	0,45	0,51	0,43	0,26	0,46
	2,08	3,07	2,52	3,11	3,19	2,70	2,46	0,70
Público	1,34	1,32	0,31	0,80	1,07	0,66	0,87	-1,01
	2,36	2,49	2,43	1,94	3,19	1,75	2,41	2,67
<b>Ex-União Soviética</b>								
Privado	3,10	3,26	2,62	-1,19	0,94	0,97	1,85	3,44
	3,02	2,70	5,11	9,28	3,17	2,91	3,40	0,36
Público	2,33	2,73	1,95	0,01	0,22	0,96	1,26	
	1,02	1,34	1,82	1,17	2,29	0,74	0,69	
<b>América Latina</b>								
Privado	1,11	1,96	1,47	1,76	1,90	1,92	1,79	2,14
	25,27	5,82	7,34	5,23	4,00	2,61	5,00	2,67
Público	2,11	2,08	2,13	2,12	2,59	2,52	2,71	1,04
	1,12	1,04	1,41	1,50	1,56	1,78	2,01	0,06
<b>Ásia</b>								
Privado	1,18	1,28	1,01	1,11	1,23	1,51	1,42	2,51
	1,71	1,67	4,11	2,30	3,45	1,43	1,86	1,46
Público	1,48	1,52	1,29	1,61	1,62	1,74	1,18	2,60
	1,62	1,17	1,92	0,86	0,92	0,70	1,56	1,20

Fonte: Bankscope.

Nota: Primeiras linhas em fonte maior = porcentagem, segundas linhas = desvio padrão.

O terceiro teste de performance bancário que apresentamos para comparar bancos públicos e bancos privados é o índice de custo-renda (ver tabela 4). Este índice é amplamente aceito como cálculo da eficiência de operações de bancos, pois mede o custo administrativo (em boa parte salários de empregados) dos bancos que é necessário para gerar renda. Para a amostra de Europa, bancos públicos reportam *níveis de custo menor* que bancos privados, em todos os anos reportados, a não ser 2013. Isto significa que, em media, os bancos públicos são *mais eficientes* que bancos privados. Os dados das amostras de outras regiões também confirmam esta vantagem competitiva de eficiência para a maior parte dos bancos públicos. De duas, uma; ou os bancos públicos permanecem pelos anos de 2006-2013 abaixo do nível de bancos privados, ou, no caso da mostra de Europa oriental, de reportar níveis decrescentes de custo sobre renda; justamente enquanto bancos privados passaram por um processo de aumentar custos. Isto confirma, em base de dados extraídos de portfólios



de bancos, a vantagem forte de bancos públicos de desenvolvimento e de propósito especial sobre bancos privados. Isto pelo tamanho muito menor da sua estrutura administrativa, ou seja, as operações centralizadas de bancos de desenvolvimento ao nível de atacado, sem a rede de atendimento e de agências ao nível de varejo que bancos privados precisam manter. Aqui reside a diferença fundamental entre teorias de desenvolvimento e teorias de repressão financeira, pois o último critica a capacidade de bancos de desenvolvimento de oferecer crédito abaixo o nível de custos viáveis para bancos privados.

Tabela 4 – Índice custo-renda em bancos públicos e privados, cinco regiões mundiais 2006-2013

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Europa</b>								
Privado	63,71	64,13	70,02	70,50	71,51	80,01	74,12	67,54
	42,97	41,01	44,62	49,69	42,40	71,22	53,72	17,51
Público	49,05	50,80	63,63	52,78	58,96	55,84	60,94	67,00
	21,43	20,76	59,76	25,81	46,26	26,22	46,63	49,64
<b>Europa oriental</b>								
Privado	68,52	64,05	73,31	77,08	78,00	80,81	82,45	72,80
	32,92	23,77	46,37	53,98	67,72	69,88	74,95	50,01
Público	73,40	71,35	73,27	73,08	72,51	73,55	69,71	
	21,87	15,19	11,17	26,67	29,52	29,97	32,76	
<b>Ex-União Soviética</b>								
Privado	64,76	64,48	85,62	87,86	86,46	85,16	83,55	90,71
	18,57	18,69	22,36	19,77	19,31	19,95	25,91	13,43
Público	59,55	55,38	57,09	69,11	62,62	64,83	63,67	82,31
	27,47	15,13	30,42	23,86	23,98	20,48	25,33	21,45
<b>América Latina</b>								
Privado	68,64	69,74	69,36	67,52	70,37	67,21	64,33	66,43
	45,91	44,46	47,48	55,97	59,04	33,25	23,95	18,92
Público	78,06	69,32	68,85	68,58	65,33	65,12	65,33	66,44
	40,68	15,17	15,35	14,05	12,23	12,29	12,60	10,01
<b>Ásia</b>								
Privado	57,86	55,97	63,29	61,42	56,73	58,14	57,69	47,80
	33,74	31,44	51,66	44,37	28,73	43,96	33,86	15,48
Público	56,12	70,35	55,78	52,07	55,01	52,05	45,99	51,21
	36,77	117,00	29,27	24,29	44,40	31,06	11,52	12,41

Fonte: Bankscope.

Nota: Primeiras linhas em fonte maior = percentagem, segundas linhas = desvio padrão.

O quarto teste de comparação entre bancos públicos e bancos privados é a margem entre juros pagos para depósitos de clientes e juros cobrados para empréstimos aos clientes (ver tabela 5). A margem de juros é uma boa medida da competitividade do mercado de crédito, notoriamente muito alto no Brasil. Esta medida ajuda a controlar pela possibilidade de que bancos públicos reportam retornos maiores por causa de proteção de mercado ou outras barreiras no mercado de crédito. Em termos de margem de juros, bancos públicos sistematicamente reportam os mesmos níveis dos bancos privados ou, na amostra para Europa, as margens de juros de bancos públicos permanecem *na metade* dos níveis de margens de juros praticados por bancos privados. Isto apresenta mais uma indicação de uma forte vantagem competitiva de bancos públicos sobre bancos privados na Europa. De novo, isto parece especialmente relevante para a experiência brasileira com margens de juros extremamente altos.

Tabela 5 – Margem de juros em bancos públicos e privados, cinco regiões mundiais 2006-2013.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Europa								
Privado	2,52	2,57	2,47	2,17	2,21	2,22	3,19	1,32
	2,94	4,83	2,75	2,36	2,85	2,49	25,77	1,06
Público	1,81	1,82	1,74	1,53	1,43	1,54	1,47	1,15
	1,75	1,99	1,58	1,30	1,08	1,24	1,04	1,19
Europa oriental								
Privado	5,07	5,17	5,37	5,23	4,39	4,13	4,03	4,01
	3,67	3,69	3,51	7,82	6,30	7,54	2,93	1,51
Público	4,69	4,35	4,31	4,02	4,53	4,77	4,85	
	3,10	2,71	2,95	2,33	3,29	3,72	4,66	
Ex-União Soviética								
Privado	7,01	6,80	7,68	7,48	6,44	6,29	6,77	6,62
	3,71	3,57	3,61	4,54	7,94	6,29	22,17	3,52
Público	5,85	6,40	5,80	5,84	5,27	4,95	4,30	7,43
	3,72	3,48	3,63	3,78	2,95	3,01	2,10	1,58
América Latina								
Privado	8,97	9,68	8,76	8,84	7,78	8,16	8,08	9,31
	11,65	12,67	10,21	15,59	10,14	11,81	10,22	10,68
Público	4,78	4,92	5,33	6,38	6,26	6,45	6,89	4,27
	2,92	3,06	2,96	3,53	4,00	3,91	4,08	1,10
Ásia								
Privado	2,93	3,05	3,81	3,27	3,30	3,40	3,35	4,54
	3,70	3,22	8,49	3,05	2,91	3,03	3,04	2,00
Público	3,36	3,01	2,83	2,64	2,83	3,09	3,14	5,02
	1,94	1,99	2,38	2,12	2,39	1,74	1,21	0,28

Fonte: Bankscope.

Nota: Primeiras linhas em fonte maior = percentagem, segundas linhas = desvio padrão.

Em resumo, estes três testes de retornos, eficiência operacional, e competitividade sugerem que bancos públicos mantêm vantagens competitivas sobre bancos privados. Os testes a seguir ampliam as comparações para medidas de qualidade de ativos, pois a rolagem de dívidas e outras operações duvidosas possam mascarar resultados ruins em bancos, sejam públicos, sejam privados. Comparar a qualidade de ativos é especialmente importante, do ponto de vista da experiência brasileira, pois durante o regime militar de 1964-1985 como também durante o período de caos monetário e transição para a democracia prolongada, bancos de governos estaduais foram usados, notoriamente, para realizar empréstimos que atrasaram em níveis que chegavam a oitenta por cento em alguns portfólios (Mettenheim, 2010).

Assim, comparamos bancos públicos e bancos privados pelo valor de empréstimos atrasados como porcentagem de empréstimos totais para o período de 2006-2013 (ver Tabela 6). Nesta medida de qualidade de ativos, bancos públicos mantêm níveis consideravelmente *menores* de empréstimos ruins em comparação a bancos privados, a não ser na amostra da Europa oriental, em 2006 nos países da ex-União Soviética, e na América latina em 2013. Nos outros anos, e nas amostras de todas as outras regiões do mundo, o nível de créditos ruins permanece mais baixo em bancos públicos.

Tabela 6 – Empréstimos atrasados como porcentagem de empréstimos totais em bancos públicos e privados, em cinco regiões mundiais 2006-2013.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Europa</b>								
Privado	3,17	3,26	4,18	6,54	6,45	7,92	9,48	7,12
	3,25	3,81	3,95	8,55	6,89	10,97	14,02	11,16
Público	3,14	3,35	3,97	4,81	5,91	5,91	6,22	4,58
	4,22	4,38	4,39	6,00	7,41	7,29	8,71	6,44
<b>Europa oriental</b>								
Privado	5,66	6,78	7,73	12,30	15,33	17,14	17,43	5,69
	11,35	14,57	11,14	13,73	14,58	16,13	15,61	1,22
Público	5,56	5,21	8,09	14,71	21,36	22,53	31,97	
	6,32	5,68	5,57	9,74	10,64	5,92	9,40	
<b>Ex-União soviética</b>								
Privado	2,35	2,42	3,58	6,24	6,00	5,20	4,58	3,30
	3,83	5,70	6,31	8,70	11,06	10,92	9,25	4,49
Público	19,66	4,09	8,11	7,96	8,26	7,05	5,35	2,34
	39,42	4,28	11,26	4,50	4,88	5,48	3,68	0,10
<b>América latina</b>								
Privado	6,67	6,30	6,46	5,91	3,54	3,94	4,34	2,66
	13,81	13,12	12,27	14,80	4,25	7,19	8,97	3,51
Público	6,01	5,11	4,36	4,79	4,61	4,01	4,29	2,72
	5,38	4,50	3,00	3,33	3,03	2,95	3,08	1,29
<b>Ásia</b>								
Privado	5,52	4,34	4,42	4,08	3,44	3,55	3,50	8,20
	8,51	6,95	6,53	6,54	6,11	8,26	7,20	23,73
Público	5,13	4,77	4,55	3,88	4,50	4,54	5,14	3,68
	5,93	5,54	6,14	5,83	8,87	7,95	7,88	1,17

Fonte: Bankscope.

Nota: Primeiras linhas em fonte maior = porcentagem, segundas linhas = desvio padrão.

Outro teste de qualidade de ativos na gestão bancária é o valor de perdas declaradas. Em termos de perdas declaradas como porcentagem de empréstimos totais, bancos públicos também reportam níveis consideravelmente *menores* que bancos privados, com algumas exceções (ver Tabela 7). Na amostra de Europa para 2013, bancos públicos chegaram a declarar perdas no valor de 0,93 por cento de empréstimos totais, que aproxima aos níveis de bancos privados (de 0,97). Porém, em todos os outros anos de 2006-2013, bancos públicos reportaram muito menos perdas que bancos privados, isto na mostra de Europa. Para as amostras das outras regiões do mundo, bancos públicos declararam menos perdas que bancos privados, a não ser na Europa Oriental e Ásia, e nestes casos em grau menor. Isto contraria a ideia de superioridade de gestão de bancos privados e apresenta mais evidências de vantagens competitivas em bancos públicos.

O último teste para comparar bancos públicos e bancos privados é o valor de capital mantido em reserva contra eventuais perdas de empréstimos ou de financiamentos. Não reportamos o valor de capital como é definido atualmente pelo 'tier um' e 'tier dois' conforme o Banco Internacional de Compensações, no Acordo de Basileia, pois estas medidas de capital permanecem enviesadas. O viés é que reservas de capital são definidas em termos de posições nos mercados de capital. Isto se baseia na nova

Tabela 7 – Perdas declaradas como porcentagem de empréstimos totais em bancos públicos e privados, em cinco regiões mundiais 2006-2013.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Europa</b>								
Privado	0,09	0,16	0,15	0,39	0,40	0,37	1,03	0,97
	3,40	2,40	1,76	1,87	1,96	3,23	6,67	0,86
Público	0,59	0,49	0,06	0,07	0,14	0,11	0,39	0,93
	1,52	1,87	0,78	0,80	0,64	0,69	0,67	1,30
<b>North America</b>								
Cooperative	0,11	0,09	0,14	0,32	0,21	0,17	0,12	0,14
	0,18	0,15	0,27	0,47	0,29	0,24	0,10	0,11
Privado	0,27	0,46	1,05	2,13	1,82	1,09	0,73	0,25
	0,57	0,97	1,55	2,96	2,27	1,31	0,91	0,16
<b>Europa oriental</b>								
Privado	-0,03	-0,24	-0,51	2,00	-0,09	0,46	0,83	0,94
	4,52	2,47	3,11	32,16	5,34	3,13	1,91	
Público	0,88	0,21	0,34	-0,69	0,82	0,65	2,45	
	0,99	0,28	0,45	2,57	3,23	0,62	3,87	
<b>Ex-União Soviética</b>								
Privado	0,50	0,05	0,20	0,99	1,94	0,67	1,19	
	1,09	2,15	3,74	4,17	5,24	1,91	4,13	
Público	0,29	1,18	0,07	0,22	0,52	0,37	0,68	
	0,44	1,99	0,09	0,30	0,58	0,29	0,51	
<b>América Latina</b>								
Privado	3,08	3,23	3,11	2,09	1,69	1,40	1,49	0,81
	8,34	19,68	12,65	5,17	3,82	3,09	3,26	1,42
Público	4,78	3,32	0,39	0,78	1,29	1,11	0,88	0,67
	9,06	6,52	0,87	1,04	1,33	1,71	1,19	
<b>Ásia</b>								
Privado	0,94	0,61	0,34	0,38	0,51	0,26	0,34	0,40
	1,77	1,90	1,86	1,01	4,85	1,01	1,57	1,38
Público	1,09	0,69	1,36	0,23	0,21	1,19	0,56	0,52
	1,62	0,86	4,98	0,68	1,35	4,58	0,69	0,30

Fonte: Bankscope.

Nota: Primeiras linhas em fonte maior = porcentagem, segundas linhas = desvio padrão.

forma de atuar de bancos privados nos mercados financeiros (ou seja, a eficiência de mercados de capital permite operar sem reservas no seu sentido tradicional) (Lall, 2010). Por esta razão, reportamos o valor total de capital de reserva, que é uma medida mais tradicional de qualidade de gestão bancário, pois representa o valor de capital mantido em reserva contra eventuais perdas em operações.

Na amostra de Europa, bancos públicos mantêm níveis semelhantes de reservas em comparação a bancos privados, com a exceção do aumento abrupto reportado na amostra de bancos privados para o ano de 2013. Nas outras amostras regionais, bancos públicos ora retêm valores maiores em reserva contra perdas, ou em níveis semelhantes ou ligeiramente mais altas. Isto indica que, em termos de manter capital suficiente em reserva contra eventuais perdas, os bancos públicos, em média, parecem se comportar muito semelhante aos bancos privados.

Em resumo, nesta segunda parte do artigo apresentamos seis indicadores de performance bancário com dados de Bankscope, um banco de dados que contém dados de portfólios, operações, e resultados financeiros de uma amostra significativa de bancos públicos e privados. Isto supera outras comparações de dados agregados

por país em termos de mercado de crédito ou outro indicadores de nível de crescimento econômico ou nível de renda agregada que extrapola a esfera de bancos e, portanto, introduz erros variados. Desta maneira evitamos as falhas de agregação que assombra inferências sobre bancos públicos que ameaçam reforçar o senso comum crítica a bancos públicos por observadores e acadêmicos partidários de neo-liberalismo, da teoria econômica neo-clássica, e teoria bancária contemporânea que valoriza a atuação de bancos diretamente em mercados de capital.

Tabela 8 – Capital total em bancos públicos e privados, em cinco regiões mundiais 2006-2013.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Europa</b>								
Privado	16,74	17,18	16,10	17,29	19,96	20,72	21,06	32,50
	17,49	16,78	11,06	11,46	19,76	27,50	29,19	80,23
Público	15,00	14,74	16,58	15,49	17,92	20,24	19,91	17,25
	9,11	9,75	14,56	6,74	8,13	12,19	9,37	4,97
<b>Europa oriental</b>								
Privado	20,70	19,66	21,91	22,60	20,34	19,62	18,36	29,06
	16,44	13,94	25,35	21,48	15,33	11,86	8,87	31,59
Público	30,50	23,23	22,28	20,21	20,67	21,33	15,75	
	23,72	18,14	14,90	11,68	10,54	14,34	4,77	
<b>Ex-União Soviética</b>								
Privado	20,84	19,97	22,16	30,16	25,61	21,74	20,94	19,20
	11,27	9,40	15,93	34,42	20,50	12,91	13,07	4,40
Público	31,45	30,08	14,83	17,56	15,36	15,85	15,99	
	33,22	33,37	3,21	5,44	4,80	7,32	4,89	
<b>América Latina</b>								
Privado	22,03	25,09	24,65	25,35	24,23	22,53	20,87	17,17
	15,85	22,22	35,83	39,58	43,28	21,25	19,05	6,25
Público	22,08	20,01	18,16	16,53	16,91	19,88	15,54	
	10,25	8,26	7,17	4,13	3,71	13,36	2,93	
<b>Ásia</b>								
Privado	15,92	15,83	17,55	18,45	20,37	18,24	17,77	14,08
	18,50	15,11	25,24	21,01	34,09	42,30	17,96	4,60
Público	13,74	13,59	12,89	13,53	13,14	13,12	12,60	15,62
	3,70	4,66	4,67	3,84	3,92	3,37	4,57	

Fonte: Bankscope.

Nota: Primeiras linhas em fonte maior = percentagem, segundas linhas = desvio padrão.

## Conclusão

Procuramos reavaliar o papel dos bancos públicos neste artigo. Passou o tempo do consenso de Washington sobre as virtudes da privatização em conjunto com a liberalização. Nesta conclusão, situamos brevemente as ideias e evidências reportadas aqui num contexto maior das pesquisas sobre bancos públicos. Primeiro encontramos, em três estudos de caso dos grandes bancos do governo federal brasileiro, a realização de vantagens competitivas sobre bancos privados e bancos estrangeiros desde a abertura do setor em 1995 (Mettenheim, 2010). Expandimos a análise junto com pesquisadores de outros países que também encontraram processos semelhantes, ou seja, a manutenção ou expansão da presença de bancos públicos nos mercados



de crédito, finanças e serviços desde a abertura de suas indústrias bancárias locais e regionais (Butzbach e Mettenheim, 2014). Neste artigo procuramos elaborar explicações alternativas com conceitos e teorias institucionais nas ciências sociais desta anomalia para as teorias dominantes, seja na área de estudos bancários aonde a teoria contemporânea bancária (Berger ET al, 2010; Bhattacharya e Thakor, 1993) focaliza exclusivamente bancos privados atuantes nos grandes centros financeiros mundiais; seja nas concepções de bancos como firmas que visam maximizar lucro na tradição neoclássica de economia; seja nas expectativas de políticas neoliberais de convergência para o padrão de bancos privados e estrangeiros (de duas maneiras, ou de vez pelas privatizações ou gradualmente pelas supostas vantagens competitivas de bancos privados e estrangeiros).

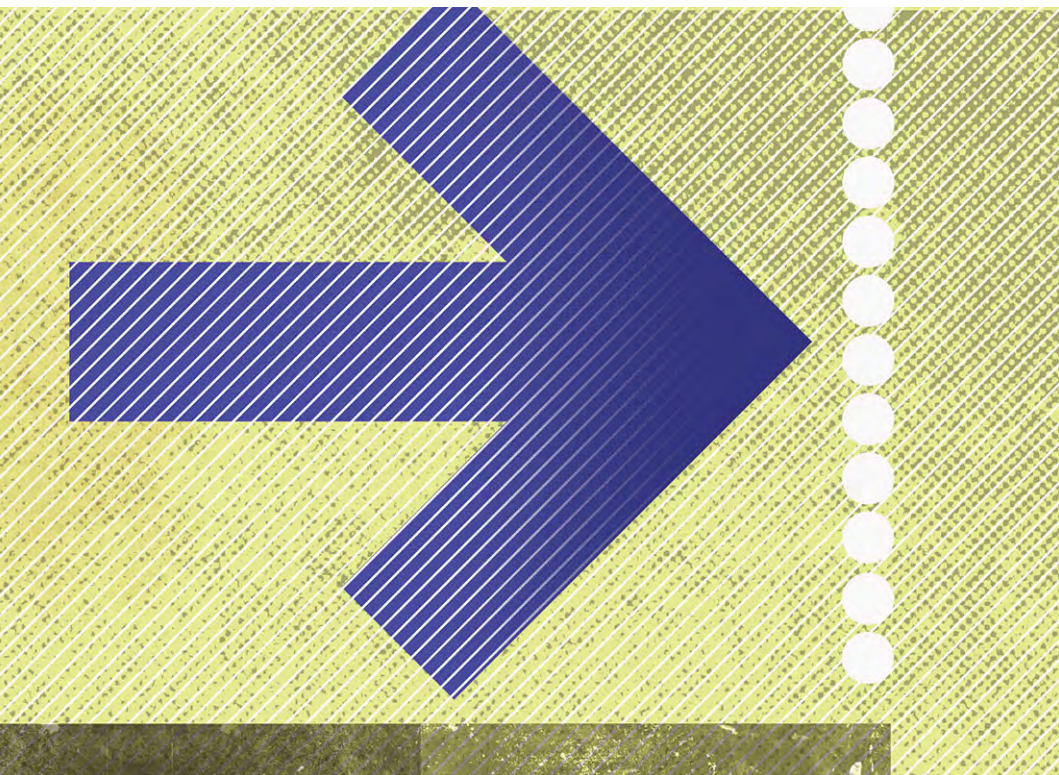
Teoria e evidências sugerem a necessidade de repensar bancos públicos. Longe de sempre ser o vilão responsável por subdesenvolvimento e/ou repressão financeira, submetemos que bancos públicos são instituições que refletem trajetórias longas que acumularam tradições ricas de gestão bancária que envolve a integração das operações de bancos junto aos processos sociais e políticos, mas também atento para os problemas fundamentais da atividade bancária. No Brasil, como em boa parte dos outros países, bancos públicos sofreram, de fato, captura. Porém, longe de ser fenômeno de democracia e interesses políticos-eleitorais, lembramos que os piores abusos e desvios de bancos públicos brasileiros ocorreram durante o regime militar (isto, desafortunadamente, é semelhante à ocupação dos bancos públicos por movimentos e regimes fascistas e autoritários no passado de economias avançadas).

E depois do autoritarismo, veio o neoliberalismo. Portanto, apesar da volta à democracia, as ideologias neoliberais e as teorias neoclássicas se juntaram para promover uma imagem negativa categórica de bancos públicos. Neste artigo, perante as consequências devastadoras da crise financeira global de 2007-2008, esperamos ter contribuído com alguns apontamentos de teoria, de conceito e de evidência para uma agenda de pesquisas menos enviesadas e mais informadas sobre as vantagens competitivas, e riscos, de bancos públicos.

Neste sentido, há agendas ricas para a realização de pesquisas futuras. Temas tais como o racionamento de crédito, a fuga de capitais, a diversidade organizacional dos bancos, a estabilidade de sistemas bancários, o desempenho de bancos nas diversas fases do ciclo de negócios, a resiliência de bancos perante crises financeiras e recessões econômicas, e a transformação de maturidade fornecem, todas, áreas promissoras para elaborar uma teoria institucional mais ampla de bancos públicos. Para isto, será necessário superar os preconceitos de estudos bancários que focalizam exclusivamente os bancos privados, e pior; tratam somente de bancos privados que atuam diretamente em operações de atacado em mercados de capitais. Em seu livro clássico, *Comparing Financial Systems*, de 2000, Allen e Gale concluíram preocupados com a possibilidade de que a liberalização de sistemas bancários poderia levar a destruição de grandes instituições bancárias não privados. Pois, para Allen e Gale,

estas instituições não pareciam capazes, de ponto de vista deles, de enfrentar bancos privados e estrangeiros em mercados bancários abertas para a competição livre.

Um número considerável de bancos públicos foram, de fato, privatizados. Outros bancos públicos abandonaram suas tradições em favor de modelos de negócios e meios de gestão embasados em paradigmas de bancos privados. No entanto, pesquisas recentes mostram como bancos públicos voltaram para suas tradições institucionais para realizar vantagens competitivas sobre os bancos privados. Isto proporciona uma agenda de pesquisa mais positiva que Allen e Gale temiam há 15 anos: bancos públicos oferecem uma oportunidade para desenvolver teorias alternativas *institucionais* da atividade bancária, agora não como firma financeira privada para maximizar lucro, e sim como agentes no meio de processos sociais, políticos e de gestão de políticas públicas. Isto vale para processos de captura, de rentismo, e da corrupção destas instituições bancárias durante regimes oligárquicos e autoritários no passado, seja como agentes centrais que surgiram, contra o senso comum, décadas depois da liberalização e da adoção de novas tecnologias que estão revolucionando a sua indústria. Críticos de bancos públicos já enumeraram boa parte de suas falhas. Hoje está na hora de voltar as teorias tradicionais de banco públicos, e de prestar mais atenção às experiências de bancos públicos, brasileiros e internacionais, no passado e no presente, para repensar como estas instituições possam contribuir para o desenvolvimento e o bem estar.



## Referências

- ANDRIANOVA, S. 'Public Banks and Financial Stability' *Economic Letters*, 116: 86-88
- ANDRIANOVA, S., DEMETRIADES, P., e SHORTLAND, A., 2008. 'Government ownership of banks, institutions, and financial development' *Journal of Development Economics*, 85: 218-52.
- ANG, J. (2011). 'Financial development, liberalization and technological deepening.' *European Economic Review*, 55: 688-701.
- AGHION, B.A. (1999), 'Development Banking,' *Journal of Development Economics*, 58: 83–100.
- ADMATI, A. e HELLWIG, M. (2013), *The Bankers' New Clothes: What's Wrong with Banking and What to Do About It*, Princeton, NJ: Princeton University Press.
- ALLEN, F. e GALE, D. (1997), 'Financial Markets, Intermediaries, and Intertemporal Smoothing,' *Journal of Political Economy*, 105(3): 523-46
- ALLEN, F. e GALE, D. (2000). *Comparing Financial Systems*. Cambridge, MA: MIT press.
- AYADI, R., SCHMIDT, R.H. e CARBÒ VERDE, S. (2009), *Investigating Diversity in the Banking Sector in Europe: the Performance and Role of Savings Banks*, Brussels: Center for European Policy Studies
- BALTENSPERGER, E. (1980), 'Alternative approaches to the theory of the banking firm,' *Journal of Monetary Economics*, 6: 1-37
- BECHUK, L.A. e FRIED, J. (2006), *Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Cambridge, MA: Harvard University Press.
- BECK, T.H.L., DE JONGHE, O.G. e SCHEPENS, G. (2012) 'Bank Competition and Stability: Cross Country Heterogeneity' Working Paper 85, Tilburg University, Center for Economic Research.
- BERGER, A.N., MOLYNEUX, P. e WILSON, J.O.S. (org., 2010), *The Oxford Handbook of Banking*, Oxford: Oxford University Press
- BHATTACHARYA, S. e THAKOR, A. (1993), 'Contemporary Banking Theory,' *Journal of Financial Intermediation*, 3: 2-50
- BIONDI, Y., CANZIANI, A. e KIRAT, T. (2007), *The Firm as an Entity. Implications for Economics, Accounting, and the Law*, Oxon: Routledge.
- BOOT, A.W.A. (2000), 'Relationship Banking: What Do We Know?,' *Journal of Financial Intermediation*, 9: 7-25
- BRESLER, A., GROSSLE, I. e TURNER, A. (2007). 'The Role of German Savings Banks in Preventing Financial Inclusion.' in Anderloni, L. et al (org). *New Frontiers in Banking Services*. Berlin: Springer, pp. 247-69
- BUTZBACH, O. e METTENHEIM, K. (org). (2014) *Alternative Banking and Financial Crisis*, London: Pickering and Chatto.
- CARNEVALI, F. (2005), *Europe's Advantage: Banks and Small Firms in Britain, France, Germany, and Italy since 1918*. Oxford: Oxford University Press
- CHAKRAVARTY, S.P. e WILLIAMS, J.M. (2006), 'How Significant Is the Alleged Unfair Advantage Enjoyed by State-Owned Banks in Germany?' *Cambridge Journal of Economics*, 30(2): 219-26.
- DIAMOND, D. (1984), 'Financial Intermediation and Delegated Monitoring,' *Review of Economic Studies*, 51: 728-62.
- DIAMOND, W. (1957). *Development Banks*, Baltimore, MD: Johns Hopkins University Press.
- ECB (EUROPEAN CENTRAL BANK). (2010). 'Beyond ROE – How to Measure Bank Performance. Appendix to the report on EU banking structure. Frankfurt, European Central Bank.

- FAMA, E.** (1980b), 'Agency problems and the theory of the firm,' *The Journal of Political Economy*, 88(2): 288-307.
- GIANNOLA, A.** (2009), 'Origins and evolution of credit,' in Giannola, A. and D'Angelo, G. (org), *Financing Enterprises: Basel II and the changes induced in knowledge, competence and bank-enterprise relationship*, Naples: Liguori Editore, p. 13-44
- GURLEY, J. e SHAW, E.** (1960), *Money in a Theory of Finance*, Washington, DC: Brookings Institute Press.
- GRÖSSL, I., VON LÜDE, R. and FLECK, J.** (2013). 'Genesis and Persistence of Trust in Banks,' University of Hamburg DEP (Socioeconomics) Discussion Papers, Macroeconomics and Finance Series, 7/2013
- HACKETHAL, A., SCHMIDT, R.H. and TYRELL, M.** (2005). 'Banks and German Corporate Governance: on the way to a capital market-based system?' *Corporate Governance: An International Review*, 13(3): 397-407
- HAKENES, H. and SCHNABEL, I.** (2006). 'The Threat of Capital Drain: A Rationale for Public Banks?' Bonn: Max Planck Institute for Research on Collective Goods, Working Paper 44.
- HALDANE, A. G., and MAY, R.M.** (2011), 'Systemic risk in banking ecosystems,' *Nature*, 469(20): 351-55.
- HALL, P. e SOSKICE, D. (orgs).** (2001). *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage*. Oxford: Oxford University Press.
- HANSMANN, H.** (1996), *The Ownership of Enterprise*, Cambridge, MA: Harvard University Press
- HARDIE, I and HOWARTH, D. (org).** (2013). *Market Based Banking and the International Financial Crisis*. Oxford: Oxford University Press.
- IANNOTTA, G., NOCERA, G. e SIRONI, A.** (2007), 'Ownership structure, risk and performance in the European banking industry,' *Journal of Banking and Finance*, 31: 2127-49
- JOHN, K. e QIAN, Y.** (2003), 'Incentive Features in CEO Compensation in the Banking Industry,' *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, 9(1): 109-21.
- KLEIN, M.** (1971), 'A Theory of the Banking Firm,' *Journal of Money, Credit and Banking*, 3: 205-18
- KÖRNER, T. e SCHNABEL, I.** (2011). 'Public ownership of banks and economic growth – the role of heterogeneity,' *Economics of Transition*, 19 (3): 407-41.
- KRAHNEN, J.P. e SCHMIDT, R.H. (orgs).** (2004). *The German Financial System*. Oxford: Oxford University Press.
- LALL, R.** (2012). 'From failure to failure: The politics of international banking regulation.' *Review of International Political Economy*, 19(4): 609-38.
- LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F. e SCHLEIFER, A.** (2002), 'Government Ownership of Banks,' *Journal of Finance* 57(1): 265-301
- LEVY-YEYATI, E., MICCO, A., e PANIZZA, U.** (2007). 'A reappraisal of state owned banks.' *Economía* 7: 209-59.
- METTENHEIM, K.** (2010). *Federal Banking in Brazil*. London: Pickering and Chatto.
- MICCO, A. e PANIZZA, U.** (2006). 'Bank ownership and lending behavior.' *Economic Letters* 93, 248-54.
- POLO, A.** (2007), 'The corporate governance of banks: the state of the debate,' *MPRA Paper n.* 2325.
- PROWSE, S.** (1997), 'The Corporate Governance System in Banking: What Do We Know?' *Banca del Lavoro Quarterly Review* (March), 11-40.

**SCHCLAREK-CURUTCHET, A.** (2014). 'The Counter-Cyclical Behaviour of Public and Private Banks: An Overview of the Literature,' em Butzbach e Mettenheim, (orgs). *Alternative Banking and Financial Crisis*, London: Pickering and Chatto, pp. 43-50

**SCHMIDT, R.H.** (2009): 'The political debate about savings banks,' *Schmalenbach Business Review*, 61: 366-92

**SHONFIELD, A.** (1965). *Modern Capitalism: The changing balance of public and private power*. Oxford: Oxford University Press.

**STIGLITZ, J. e WEISS, A.** (1981), 'Credit Rationing in Markets with Imperfect Information,' *American Economic Review* 71: 353-76

**WRAY, L.R.** (2013), 'What Do Banks Do? What Should Banks Do? A Minskian Perspective,' *Accounting, Economics and Law: A Convivium*, 3(3): 277-311.

**ZYSMAN, J.** (1983). *Governments, Markets, and Growth: Financial Systems and Politics of Industrial Change*, Ithaca, NY: Cornell University Press.







# The role of state in the banking industry: Evidence from Russia

## *O papel do Estado no setor bancário: Evidências da Rússia*

\* Andrei Vernikov

### Abstract

The article examines the role of the state in the Russian banking industry. Statistical data illustrates the market share of public banks and its dynamics over the past 25 years. We show the impact of public banks on the lending to non-financial companies, and particularly longer-term lending. Empirical findings suggest that it terms of profitability and technical efficiency the core public banks are not necessarily worse than privately held institutions. Finally, the author compares the macro-level structure and the core institutions of the banking systems in China and Russia and suggests that these are typologically more similar than different.

Keywords: Russia; banks; government; public sector; state-controlled banks

### Resumo

*Este artigo examina o papel do Estado no setor bancário russo. Os dados estatísticos ilustram a participação dos bancos públicos e sua dinâmica de mercado nos últimos 25 anos. Mostramos o impacto dos bancos públicos na concessão de empréstimos à empresas não financeiras e, particularmente, os empréstimos de longo prazo. Os resultados empíricos sugerem que os termos de rentabilidade e eficiência técnica dos bancos públicos não são necessariamente piores do que as instituições privadas. Finalmente, o autor compara a estrutura macro-nível e as instituições centrais dos sistemas bancários na China e na Rússia e sugere que estas são tipologicamente mais similares do que diferentes.*

*Palavras-chave:* Rússia, bancos, governo, setor público, bancos estatais

\* Professor at National Research University Higher School of Economics (Moscow, Russia); and Senior Researcher, Russian Academy of Sciences – Institute of Economics (Moscow, Russia)<sup>1</sup>

Email: [avernikov@hse.ru](mailto:avernikov@hse.ru)



## Introduction

The trajectory of the Russian banking industry over the past 25 years was far from linear: a meltdown of the public sector was then reversed, and the initial boom in the private sector was followed by its collapse and subsequent agony over 15 years or so. Distinctly from other transition economies in Europe, foreign banks do not control a sizeable share of the market and currently even see their market share shrinking.

In this paper I intend to shed some light on the size and scope of the public sector in the Russian banking industry, with a focus on the heterogeneity within state-controlled banks and the need to avoid excessive aggregation. Another motivation is to confront the trends in the market share of state banks with those in the loans-to-assets ratio and the share of longer-term loans in the loan portfolio. The intuitive assumption is that these trends are correlated. I try to bring the activity of the Russian development bank into the scope for the first time, because previous research has completely missed the topic due to specific coverage by Russian banking statistics.

Contributing to the debate on bank ownership/performance nexus, I bring evidence from Russia to challenge the theoretical predictions about negative contribution of public banks to bank effectiveness and efficiency. Private financial intermediaries clearly failed to perform properly as providers of funding for economic growth and yielded way to public institutions that, counter-intuitively, display profitability and efficiency not inferior than their private peers.

In an attempt to place the Russian evidence into a broader socio-economic context, I refer a comparative study of the commercial banking systems in Russia and in China. The hypothesis is that China serves as an appropriate benchmark for Russia in this particular field, as the two banking industries turn out to be more alike than different in their essential institutions.

Correspondingly, the rest of this paper is organized as follows. The first section features the market share of public banks in the Russian banking industry. The second section describes the lending activity of banks depending on their ownership form. The third section assesses profitability and efficiency of state banks. The fourth section compares the main institutional features of the banking industry in China and Russia. The last section concludes.

## The size of the public sector within the banking industry

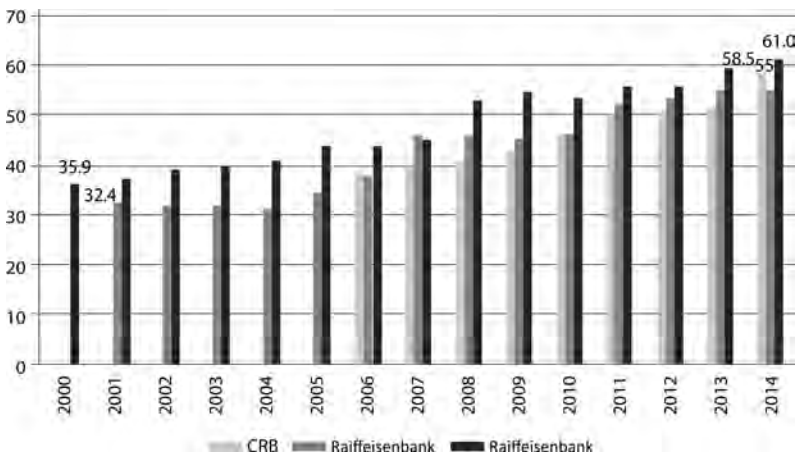
Studying the impact of ownership type on bank performance requires an accurate identification of institutions pertaining each of the ownership forms, in this case public ownership. I use various sources to trace public funds in the equity of Russian banks, namely the websites of the banks themselves, Central Bank of Russia (CBR), Bankscope, Banker's Almanac, etc. The sample includes banks where an identifiable public entity (-ies) owns a 50% or higher share directly or indirectly. In the Russian case, the type

of a public entity may vary from the federal government to industrial companies and banks whose equity contains public funds [Vernikov, 2012; 2015b]. The total number of state-controlled banks floats between 38 and 54 (currently 42), and I trust that the coverage is the broadest available.

Public sector went into decay in the 1990s and soon shrunk to nearly one-third of total banking assets. The system of specialized state banks (*'spetsbanki'*) was abandoned to looting by insiders and demolition [Schoors, 2003]. Soon after the financial crisis of 1998 the remaining public banks as well as new ones started regaining market positions, and after a period of incremental growth their market share approached 60% (Fig.1).

The gap between the CBR-reported market share of state-controlled banks and our estimate was quite broad at earlier stages of observations but shrank to a mere 2.5 percentage points by January 1, 2015. I attribute the existence of such a gap to discrepancies in the coverage, the main one being the treatment of banks controlled by state-owned industrial enterprises: I have always included them, and the CBR apparently have not. The inclusion or non-inclusion of banks majority-owned by public banks and non-financial companies is a methodological, rather than a merely technical, issue. I opt to include them in order to reflect the true magnitude of the public sector in the Russian banking industry. However, the notion of state control might appear as far-fetched because I recognize that the government has limited capacity to control the activity of downstream entities in the corporate pyramids that public banks and companies have designed. The capital structure might be out of coherence with the governance structure in the sense that a predominant equity stake may not automatically give its holder control over the company, especially in

Fig. 1 – Alternative estimates of the market share of state-controlled banks in Russia (as % of total banking assets by respective year-end)



Sources: CBR (2015); Raiffeisenbank (2015); same sources for respective years; own calculations; Vernikov (2015b)

jurisdictions with less than perfect corporate governance. The whole purpose of replacing direct state ownership by indirect holding often is to withdraw the company from the external control and thus enable the appropriation by insiders. There have been multiple cases when nominally state-owned entities fall under the influence of insiders at the expense of shareholders. State control therefore remains a convention.

Russia's state-controlled banks are too numerous, their business models too diverse, and their market share too large to be treated as a single group. This industry structure warrants for the introduction of additional sub-categories of state-controlled banks for the sake of a more accurate assessment of their activity and performance and a greater homogeneity within each of the groups. Similarly, when studying the Chinese banking sector, some scholars analyze the "Big 4" or "Big 5" state banks separately from all other banks [Berger, Hasan, Zhou, 2009] whose absolute majority are also controlled by the state. So do China's official banking statistics [CBRC, 2014]. In Russia one can distinguish between the three "national champions" (Sberbank of Russia, VTB, and Russian Agricultural Bank) that jointly control 42% of all banking sector assets, and other state-controlled banks whose market share is in the order of 19%. The difference between them is more essential than just average size of institutions. The three largest state banks often act as government agents and pursue a combination of financial and non-financial objectives [Vernikov, 2014a], whereas many of the smaller state-controlled banks, particularly indirectly-owned banks, display market behavior similar to private domestic institutions. They are typically excused from on-lending of public funds to government-supported projects.

The nominal share of state ownership explains some, but not all developments in the banking sector. The government has many tools, apart from direct equity participation, to influence banks and companies, namely public procurement, liquidity allocation, access to national projects, and award of service contracts for public sector entities. Nominally private or foreign banks can be encouraged to act in concert with the government bodies or selected clans of civil servants. There are also opposite examples, of nominally state-owned banks that fall under the control of their managers and other insiders and change the operational regime.

The share of state banks varies depending on the market segment. As far as loans to non-financial private sector are concerned, the market share of state banks is 64.2% [CBR, 2015, p.21], i.e. slightly higher than in total assets. Russian official banking statistics covers only commercial banks and leaves beyond coverage an important market segment, namely development lending performed by the Bank for Development and Foreign Economic Activity (*Vneshekonombank*) that legally is beyond the banking system. The addition of the development loan portfolio of *Vneshekonombank* would increase the share of state banks in the loan market by more than 2 percentage points to (own calculation).

According to the Central Bank of Russia, state-controlled banks maintain 60.4% of all household deposits [CBR, 2015, p.19]. Despite low level of trust toward them,

domestic private banks still hold one-third of household deposits, to a large extent as a result of the deposit insurance scheme that erodes market discipline of the depositors and promotes moral hazard [Karas, Pyle, Schoors, 2013].

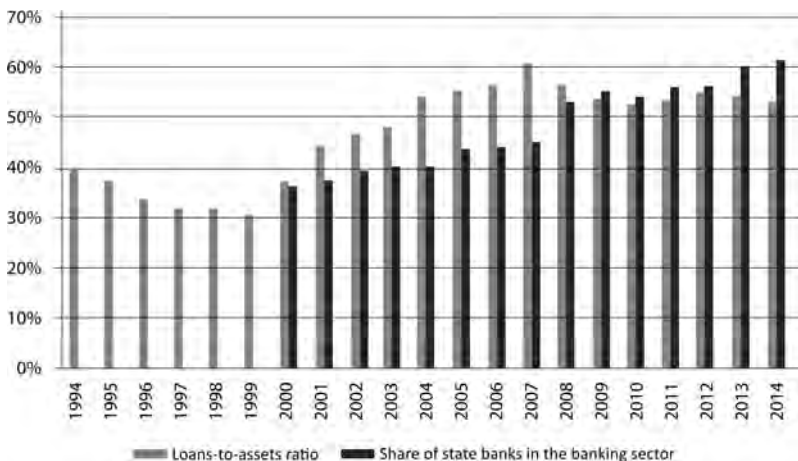
## Productive lending vs. speculation

The predominantly private banking system that emerged in the 1990s failed to deliver on the main functions of financial intermediation: it neither provided financing to the productive sectors of the economy, nor enjoyed enough trust to accumulate private sector savings. The loans-to-assets ratio has declined to nearly 30% (Fig.2). Instead of loans, the banks were investing into government securities whose share in total assets reached 32.1% by the middle of 1998, i.e. right before the financial crisis [CBR, 2002, p.10]. Banks were effectively taking advantage of Russia's fiscal weaknesses and clipping coupons instead of lending.

The loans-to-assets ratio recovered quickly after 1999, in parallel with the growing market share of state banks. It prompts the hypothesis that the activity of public banks contributes more to financial depth than that of other market participants, contrary to the negative predictions of [La Porta, López-de-Silanes and Shleifer, 2002]. The upward trend somewhat reversed after the financial turmoil in 2008-2009, reflecting the limited capacity and appetite to lend among banks across the board.

Researchers have long been studying the causality between bank activity and economic growth [King, Levine, 1993]. It has been proven empirically that bank activity is a good predictor of growth, but the causality there fails to receive convincing statistical proof in a variety of country cases. The reason may be that the gross volume

Fig.2 – The loans-to-assets ratio of Russian banks



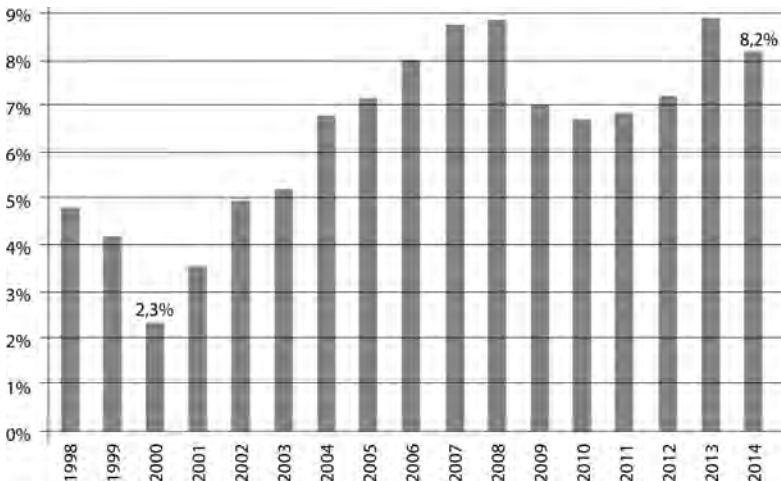
Source: Central Bank of Russia; own calculation (the share of state banks)

of outstanding loans (and especially total bank assets) as a ratio of the gross domestic product (GDP) are overly aggregated measures of bank activity. Neither all kinds of banking operations nor all bank debt of the non-financial private sector are good for longer-term development and growth: bank loans can just as well support over-investment, over-consumption and speculation [Bezemer, 2014]. Following Joseph Schumpeter's ideas about the role of credit in financing productive innovations [Schumpeter, 1934], Bezemer proposes to distinguish between debts according to purpose and to focus on the volume of credit financing development.

While banks are by far the most important type of financial intermediary in Russia and bank loans are the main external source of financing, the role of bank loans as a source of investment into fixed assets by non-financial companies remains quite limited. According to the Federal Statistical Service, this indicator at its lower peak in 2000 read only 2.3% (Fig.3). It still remains under 10%.<sup>2</sup>

Building on the insightful recommendation of [Bezemer, 2014], I try to identify the part of bank lending that goes to finance investment and innovation, as opposed to working capital financing, speculation, etc. *Vneshekonombank*, the development bank, discloses the amount of its investment lending that makes up nearly 90% of the loan portfolio. Russian commercial banks do not report investment loans separately, so one can only assume indirectly which flows of credit go to finance a certain purpose. Data on the allocation of loans among sectors is only available on aggregated basis, while on individual bank level the breakdown by sector is usually too general, or inaccurate, or even distorted (e.g., the financing of a commercial development project presented

Fig.3 – Domestic bank loans as a source of non-financial companies' investment into fixed assets in Russia



Source: Rosstat ([www.gks.ru](http://www.gks.ru))

as a diversified corporate loan portfolio to several firms engaged in unrelated businesses, in order to circumvent the single obligor limit). I thus opt to use loans with maturities of more than 3 years as a proxy for investment lending, on the assumption that working capital financing usually implies tenors shorter than that. I admit that longer tenors might be a less than perfect proxy for investment lending because they can denote a variety of phenomena such as related lending to own or 'pet' businesses, poor loan quality, etc.

The share of longer-term loans in the total lending by Russian commercial banks to non-financial entities has gradually grown to almost 50% (Tab.1), partly reflecting the systemic reasons mentioned above. *Vneshekonombank*, whose mission is to promote development and investment, dedicates a much higher share of its loan portfolio to long-term lending, almost 98%. Currently *Vneshekonombank* contributes roughly one-tenth of long-term loans, but its relevance keeps growing.

Average numbers hide different performance by different types of banks. While longer-term loans prevail in the loan portfolio of state banks with an upward trend, the indicators for other bank groups lag behind or even decline (Fig.4).

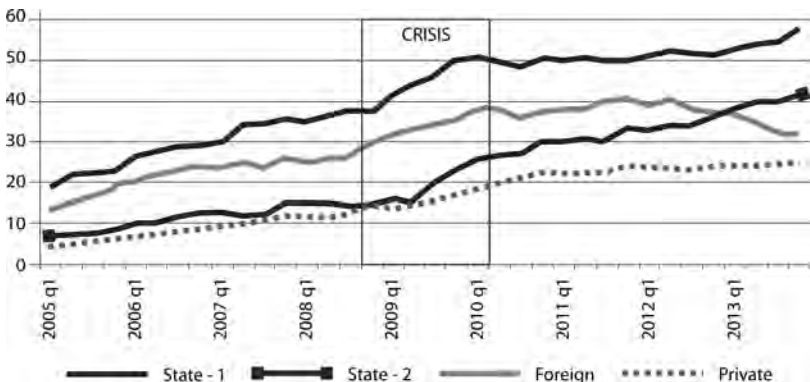
Table 1 – The significance of longer-term loans (over 3 years) and investment loans

	Commercial banks		Vneshekonombank	
	2013	2014	2013	2014
Longer term loans / total loans	0.45	0.495	0.977	0.977
Longer term loans / GDP	0.15	0.205	0.019	0.019
Investment loans / total loans	...	...	0.916	...
Investment loans / GDP	...	...	0.013	0.017*

\* preliminary estimate

Sources: Central Bank of Russia; Vneshekonombank

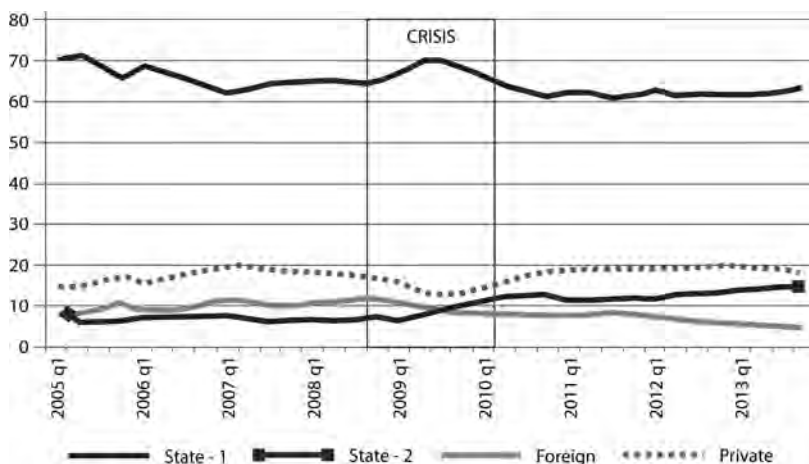
Fig. 4 – The share of longer term loans (over 3 years) in total loans to non-financial enterprises, %



Source: Central Bank of Russia; computations by Mikhail Mamonov

The contribution of different bank groups to long-term lending also reveals interesting trends. The market share of the core state banks (State-1 in Fig.5) has remained between 60% and 70%, which was visibly out of line with these banks' share of total assets and total loans in the earlier sub-period but became consistent with it by the end of observations. The contribution of the other state banks is small but tends to rise, and that of foreign banks is falling, in line with general tendency of disengaging from the Russian market.

Fig. 5 – The contribution of bank groups to longer-term (over 3 years) lending in Russia, %



Source: Central Bank of Russia; computations by Mikhail Mamonov

Researchers have noted recently that lending by state banks is counter-cyclical: during the financial crisis of 2008-2009, state banks reduced lending to a lesser extent than other banks in Russia [Fungáčová, Herrala, Weill, 2013] and in other emerging economies [Bertay, Demirgüç-Kunt, Huizinga, 2015]. Our estimates suggest that this is particularly true for longer-term lending. Fig.4 and Fig.5 suggest that during the crisis the core state banks increased the most the share of longer-term loans, thus preempting the shortfall of such maturities in the loan market after the withdrawal of private domestic banks and foreign subsidiaries.

The above-mentioned phenomenon reflects the role of public banks as government agents that carry out certain functions within the transmission mechanism of the monetary policy. In some cases these banks on-lend to secondary-tier banks, industrial companies and the market at large the resources that monetary authorities make available to them for that purpose. It would however be far from truth that the entire loan portfolio of public banks consists of directed loans. Figuring out the precise proportion of directed loans at each bank is a non-trivial task in the



absence of a national credit register and the overly formal and superficial disclosure of the ownership structure.<sup>3</sup>

## The efficiency of public banks

Mainstream economics argues that government ownership of banks in developing countries hinders financial development and reduces the average efficiency of the banking sector [La Porta, López-de-Silanes, Shleifer, 2002]. Empirical literature on banking in transition in Central and Eastern Europe offers evidence of lower efficiency of state-owned banks in comparison to other market players [Bonin, Hasan, Wachtel, 2005]. The perennial inefficiency of public banks served as a potent political instrument to promote privatization of those banks in favor of strategic foreign investors. One might assume that directed lending on behalf of the government should depress the efficiency of large state banks in Russia too; there is ample anecdotal evidence of inefficiency and fund abuse in public banks. Actual data from Russia, however, fail to deliver convincing statistical evidence of systematically lower efficiency of public banks. Tab.2 summarizes the return on assets and return on equity, the two main indicators of financial efficiency, at different categories of banks. The scores of the state-controlled banks are consistently above the average for the banking sector, and in most cases these banks actually lead in terms of profitability.

Table 2 – The financial efficiency indicators of Russian banks, 2010-2014 (percent)

Category of bank	Return on assets				Return on equity			
	2011	2012	2013	2014	2011	2012	2013	2014
State-controlled <sup>a</sup>	2.8	2.5	2.0	1.2	20.6	20.1	17.2	10.2
Foreign-controlled	2.4	2.5	2.2	1.6	17.4	18.8	15.1	11.1
Large private domestic	1.7	1.9	1.6	0.1	14.2	16.0	12.9	1.2
Small and medium-sized in Moscow	1.5	1.5	1.9	1.1	8.0	8.5	10.2	6.2
Small and medium-sized in other regions	1.7	1.7	1.6	1.6	10.4	10.7	10.2	9.6
All banks	2.4	2.3	1.9	0.9	17.6	18.2	15.2	7.9

<sup>a</sup>CBR definition.

Source: CBR, 2015; previous years' editions

The indicators of financial efficiency do not suffice to gauge accurately the comparative efficiency because banks play on an uneven field. State banks have privileged access to cheaper public funds and household savings; they also enjoy greater market power due to their sheer size and the overwhelming market share in various segments of the banking market; foreign-controlled banks can take advantage of their parent group resources and brand strength. Therefore, profitability data must be complemented by the analysis of technical efficiency, i.e. the capacity of the firm to produce the maximum output from the minimum quantity of inputs. Mamonov

and Vernikov [2015] compute cost efficiency via stochastic frontier technique<sup>4</sup> and then average individual bank-level cost efficiency levels (SFA scores) across all banks belonging to a particular group. While most of the papers on comparative bank efficiency in transition confront state-owned banks, private domestic banks and foreign banks, we distinguish between two sub-groups of public banks, namely the core state-controlled banks (State-1, comprising Sberbank, VTB, and Russian Agricultural Bank) and other state-controlled banks (State-2). This distinction helps controlling for the broad intra-group heterogeneity in terms of size, scope, business model, and governance.

If we look at the average SFA scores throughout the period of observations (2005-2013), then private domestic banks lead by the SFA score (81.1%), followed by State-2 (78.2%), State-1 (75.5%) and foreign banks (60.3%) (Tab.3).

Table 3 – Group-level operating cost efficiency (SFA scores, production approach) as averages of 2005Q1–2013Q4

Bank group	SFA score		Standard deviation	Min	Max	Obs.	No. of banks
	%	rank					
All groups	80.1	-	14.1	2.1	99.8	29113	1139
State-1*	75.5	3	18.6	34.9	98.0	108	3
State-2**	78.2	2	15.2	20.8	98.7	1204	61
Foreign	60.3	4	19.9	6.9	97.9	1177	49
Private	81.1	1	13.1	2.1	99.8	26624	1065

\*core state-controlled banks (Sberbank, VTB, Russian Agricultural Bank. \*\* other state-controlled banks.  
Source: Mamonov, Vernikov, 2015

The different efficiency performance of bank groups, and in particular the groups State-1 and State-2, becomes evident when we add a dynamic scope to our analysis. In order to detect structural changes that the financial crisis of 2008-2009 may have produced, we split the observation period into three sub-periods: pre-crisis, during the crisis, and post-crisis (Fig.6). The graph shows that the ranking in terms of efficiency has changed several times in the process.

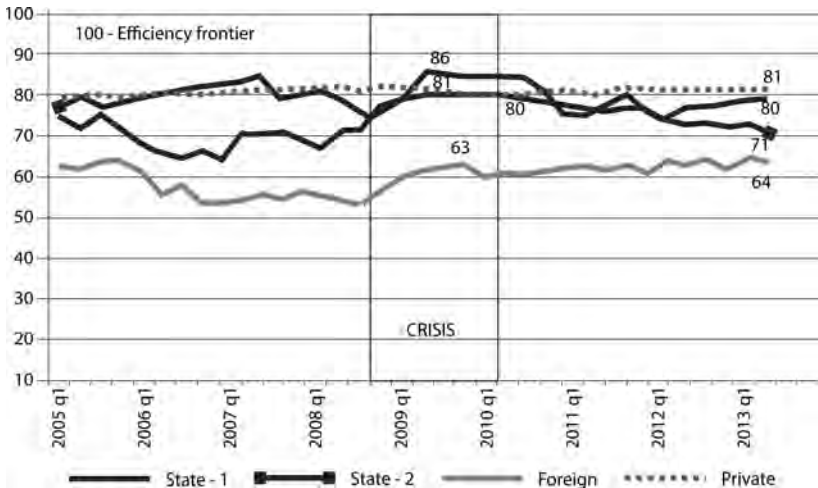
The spreads between groups of banks in terms of efficiency turn out to be narrower than hitherto believed, which is consistent with the hypothesis that all players within a banking system are exposed potentially to the best available technology. The ownership status (state-controlled or private) does not preclude a bank from adopting best practices. There is no permanent lead of a particular bank group, and three groups out of four compete for the best efficiency score over the period of observation. Most recently, the core state-controlled banks were more efficient than other state-controlled banks and nearly as efficient as private domestic banks.

Finally, Figure 6 suggests that bank efficiency rises during a crisis period, which means that economic crises discipline economic agents by forcing them to shed costs

accumulated during boom periods. We reckon that this empirical finding makes more sense than the results of empirical studies that suggested a falling cost efficiency during crises, which goes against factual evidence of cost cutting at the banks.

Our findings effectively confirm the hypothesis of [Karas, Schoors and Weill, 2010] that private ownership for banks in Russia is no guarantee of superior performance. Large state-controlled banks can also be cost efficient provided that they observe certain proportions in their capitalization, loans-to-assets ratios and some other bank-level characteristics. It, however, contradicts the findings of [Berger, Hasan, Zhou, 2009] with regard to China’s Big-4 state banks, albeit on a more distant period.

Fig. 6 – Technical efficiency scores of Russian bank groups (arithmetic averages of SFA scores within each group; ranging from 0 for the least efficient to 100 for the most efficient)



Source: Mamonov, Vernikov, 2015

## Comparing the banking models in China and Russia

Compare the macro-level structure and the core institutions of the banking systems in China and Russia. The main hypothesis is that these two systems are typologically similar. We consider the main institutions, the market structure, the industrial policy of the government, and the banks’ involvement in the financing of the non-financial economy. Tab.4 summarizes our findings<sup>5</sup>.

Table 4 – The comparison of the banking systems of China and Russia

	China	Russia	Static: similarity (+) or dissimilarity (-)	Dynamic: convergence (+), divergence (-), no change (=)
<b>Institutional structure</b>				
The number of commercial banks, and	541	≈800	-	+
the direction of its change	↑	↓		+
Geographical outreach: bank entities per:				
- 1,000 km <sup>2</sup> ;	9.16	2.83	-	+
- 100,000 adults	7.7	38.2	-	+
Multi-tier and hierarchically organized system of commercial banks led by the core state-controlled banks	Yes	Yes	+	=
A bank-based model of financial intermediation	Yes	Yes	+	=
Financial depth (bank assets to GDP), %	131.6	45.6	-	+
<b>Market structure and concentration</b>				
Supremacy of large state banks	Yes	Yes	+	=
The market share of the:				
- core state banks, %	45	43	+	-
other state-controlled banks, %	≈50	18	-	+
domestic private banks, %	3	29	-	=
foreign-controlled banks, %	2	10	-	=
Concentration on the commercial banking market (Top-10), %	78	63	+	=
<b>The industrial policy of the government</b>				
Nurturing «national champions» within the public sector:				
- official industrial policy	Yes	No	-	=
- the actual policy of the government	Yes	Yes	+	=
The core state-controlled banks are at least as efficient as other market participants	Yes	Yes	+	=
A genuine privatization of the core state-controlled banks	No	No	-	=
A more diversified equity structure of the core state-controlled banks (corporatization, external shareholders)	Yes	Yes	+	=
Favorable treatment of foreign subsidiary banks	Yes	Yes	+	=
Favorable treatment of foreign bank branches	Yes	No	-	=
An explicit scheme of deposit insurance	No*	Yes	-	+
<b>Bank involvement in the lending to the non-financial sector</b>				
Domestic bank lending is an important source of investment into fixed assets of non-financial companies	Yes	No	-	=

Table 4 (continued) – The comparison of the banking systems of China and Russia

	China	Russia	Static: similarity (+) or dissimilarity (-)	Dynamic: convergence (+), divergence (-), no change (=)
Bank involvement in the lending to the non-financial sector				
Lending by the core state-controlled banks complement budgetary funds invested into fixed assets of non-financial companies	Yes	Yes	+	=
Government bodies interfere into the lending decisions of the core state-controlled banks	Yes	Yes	+	=
The core state-controlled banks combine commercial banking with development banking	Yes	Yes	+	=
Government bodies exert influence on the lending decisions of nominally independent banks	Yes	No	-	=
Bank lending covers the budget deficit of the regional and local authorities	Yes	No*	-	+
Total			+12 -14	+8 =18 -1

\* Envisaged.

Sources: CBR, 2015; CBRC, 2014; World Bank, 2013; own research

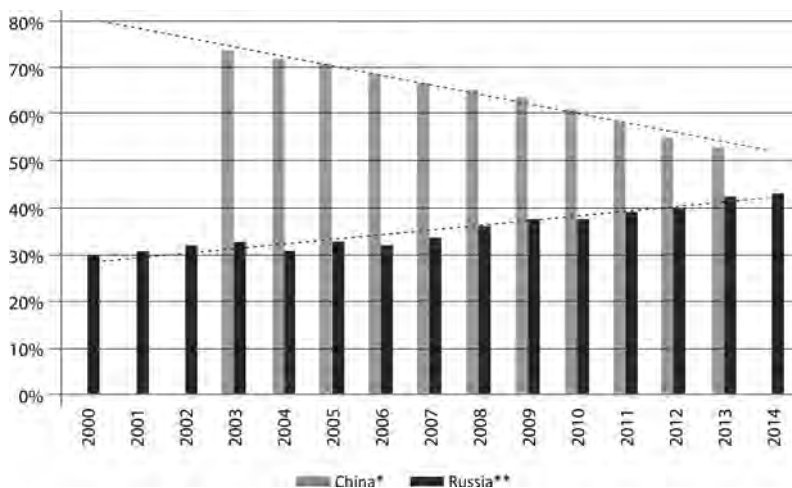
We find similarities as well as differences, however in dynamics the trend towards convergence prevails. The most visible difference is what seems to be opposite dynamics of the market share of state banks in China and Russia. A few largest state-controlled institutions constitute the core of the banking sector in both countries. In Russia, the combined market share of Sberbank, VTB and Russian Agricultural Bank reached 43%. China's 5 «large commercial banks» also keep growing, but their market share is on a gradual decline and already dropped to 53% of total commercial banking assets and 63% of employees (Fig.7). The linear trend lines on the chart might cross at some point near 50% of total assets and then converge. China's falling share of the core state banks can produce an illusion of state withdrawal or divestment from the banking industry, but the absolute majority of joint stock, city and rural commercial banks were also set up by state agencies and enterprises and funded by public capital and remain closely related to the authorities [Okazaki, 2007]. Only five private banks have been authorized in China, of which four are operational ([www.cbrc.gov.cn](http://www.cbrc.gov.cn)).

The share of the state budget as a source of funds for fixed assets investment is lower in China (4%-5%) than in Russia (20%). I suppose that state budget financing is replaced by lending from state banks that are controlled by government of China. In order to check this, I aggregate the flow of budget funds into fixed assets of non-financial companies with the flow of loans disbursed by the core state-controlled banks (expressed through a change in the loan portfolio year-on-year). From 2000 through 2013, the combined flow of funds from both sources averaged 9.4% percent

of annual GDP in China and just 4.8% in Russia. Budget funds and loans from state-controlled banks do complement each other [Vernikov, 2015a].

Trying to insert the developments in the commercial banking sector into a broader socio-economic context of China and Russia, I rely upon the theory of institutional matrices or TIM [Kirdina, 2014] according to which, the economies of China and Russia both feature a dominance of the institutional matrix that implies centralized non-market re-distribution and superior conditional ownership (X-matrix). The leading role of the X-matrix is invariable («path dependence»), so any attempts of double-crossing are doomed, and earlier or later the proportion between cardinal and supplementary institutions will recover. The TIM pre-determines the specific form of resource allocation for the given type of society. The dominant form of resource allocation in an X-economy is centralization and subsequent redistribution under the guidance of the government. The complementary institution in this case rests in the decentralized raising of resources from the financial market and their allocation according to financial efficiency. Correspondingly, the state-controlled banks and their financing for government programs and projects appear as serving the dominant institution of resource allocation for the X-economy. Then privately owned banks' activity in the accumulation of savings and their investment into financial market assets relates to the functioning of the Y-type institution. Together they ensure a needed proportion and balance in the financial system.

Fig. 7 – Market shares of the core state-controlled banks (% of commercial bank total assets)



\* Industrial and Commercial Bank of China, Agricultural Bank of China, Bank of China, China Construction Bank, and Bank of Communications.

\*\* Sberbank of Russia, Bank VTB, and Russian Agricultural Bank, excluding subsidiaries thereof.

Source: author's calculation based upon data from: CBRC, 2014; *The Banker*, July 2014; CBR; RIA-Rating (<http://riarating.ru/>)

Russia went much further than China in liberalizing its banking sector in the early 1990s. The government withdrew from the reallocation of credit resources and encouraged the breakup of the specialized state-owned banks. At its peak, the number of commercial banks in Russia exceeded 2,400, and absolute majority of them were private. The emerged system, however, was unsustainable and melted down during the crisis of 1998. Thereafter the natural (for Russia) proportion between public and private capital in banking started recovering. The state strengthened its relevance as a regulator, a systemic programmer and a producer of banking services in its capacity of controlling shareholder at the largest commercial banks and development lenders [Kirdina, Vernikov, 2013]. Unlike Russia, China is moving gradually but consistently from a total dominance of one type of institutions, those of centralized reallocation of financial resources, to a more balanced mix that includes resource allocation via market. Private capital remains underrepresented in the banking system, so its share is set to grow. Maintaining a proportion between different types of institutions preserves the stability of the financial system and the trust of the population and sustains economic growth.

## Conclusions

The Russian experiment with private financial intermediation mostly failed as the newly emerged banks indulged in reckless speculation instead of productive activity in the 1990s, which led to the collapse of 1998. Private banking institutions remain fragile and incapable of funding economic growth. The credit for the credit expansion in the 2000s, and especially the longer-term productive lending for investment purposes, goes primarily to the state banks. In the household deposits market, private banks can compete with public banks thank to the deposit insurance system that offsets the general lack of trust towards private banks. The financial crisis of 2008-2009 fostered the restructuring of the banking industry along the lines of state-funded activity of public banks and greater government role in their lending decisions. The core state-controlled banks carry out two heterogeneous types of activity at the same time, i.e. regular commercial banking and development banking or directed lending. Their role at the current stage increases in the context of re-industrialization and import substitution triggered by the adverse external challenges.

Contrary to the predictions of the mainstream literature on government banking [La Porta, López-de-Silanes, Shleifer, 2002] and banking in transition [Bonin, Hasan, Wachtel, 2005], Russian evidence fails to confirm a systematically inferior efficiency of public banks as compared to domestic private and especially foreign banks. This empirical finding may have policy implications, namely that the issue of privatization of the core public banks migrates from the field of economic rationality firmly into the domain of ideology.



A comparison of the macro-level structure and the core institutions of the banking systems in China and Russia suggests that these are typologically more similar than different. That refers to the market structure, the industrial policy of the government, and the banks' involvement in the financing of the non-financial economy. China is the appropriate benchmark for Russian banking sector, and not the banking industries of Central European countries fully controlled by foreign capital.

### Notes

<sup>1</sup> This research was partly supported by the Russian Foundation for Humanities, project No 14-02-00422. I thank Mikhail Mamonov (Center for Macroeconomic Analysis and Short-term Forecasting) for his contribution to the processing of bank-level data.

<sup>2</sup> The Central Bank of Russia reports somewhat higher numbers due to the inclusion of foreign bank loans, while our interest is limited to domestic bank lending. On the other hand, the figure might include the loans received from *Vneshekonombank* because the reporting industrial enterprises do not distinguish between the types of banking institutions.

<sup>3</sup> The notes to IFRS financial statements do disclose related party lending, but for a state bank the coverage of this item depends on the definition of public property which is quite messy in Russia, especially with regard to state holdings and industrial companies. Formally, Gazprom is not a state-owned company. As a result, related lending is systematically understated.

<sup>4</sup> When performing SFA analysis, we control for exogenous factors that can have an impact on efficiency, particularly those related to market power and size [Fungáčová, Solanko, Weill, 2010; Fungáčová, Poghosyan, 2011]. Differently from previous research, we deduct from the gross costs the proceeds of revaluation of foreign currency items on bank balance sheets and the revaluation of securities, in order to control for mostly exogenous factors that have little to do with operational efficiency. There are solid statistical reasons for doing so. The deduction of these two items yields qualitatively better results and enables capturing important effects that would have remain blurred otherwise [Mamonov, Vernikov, 2015].

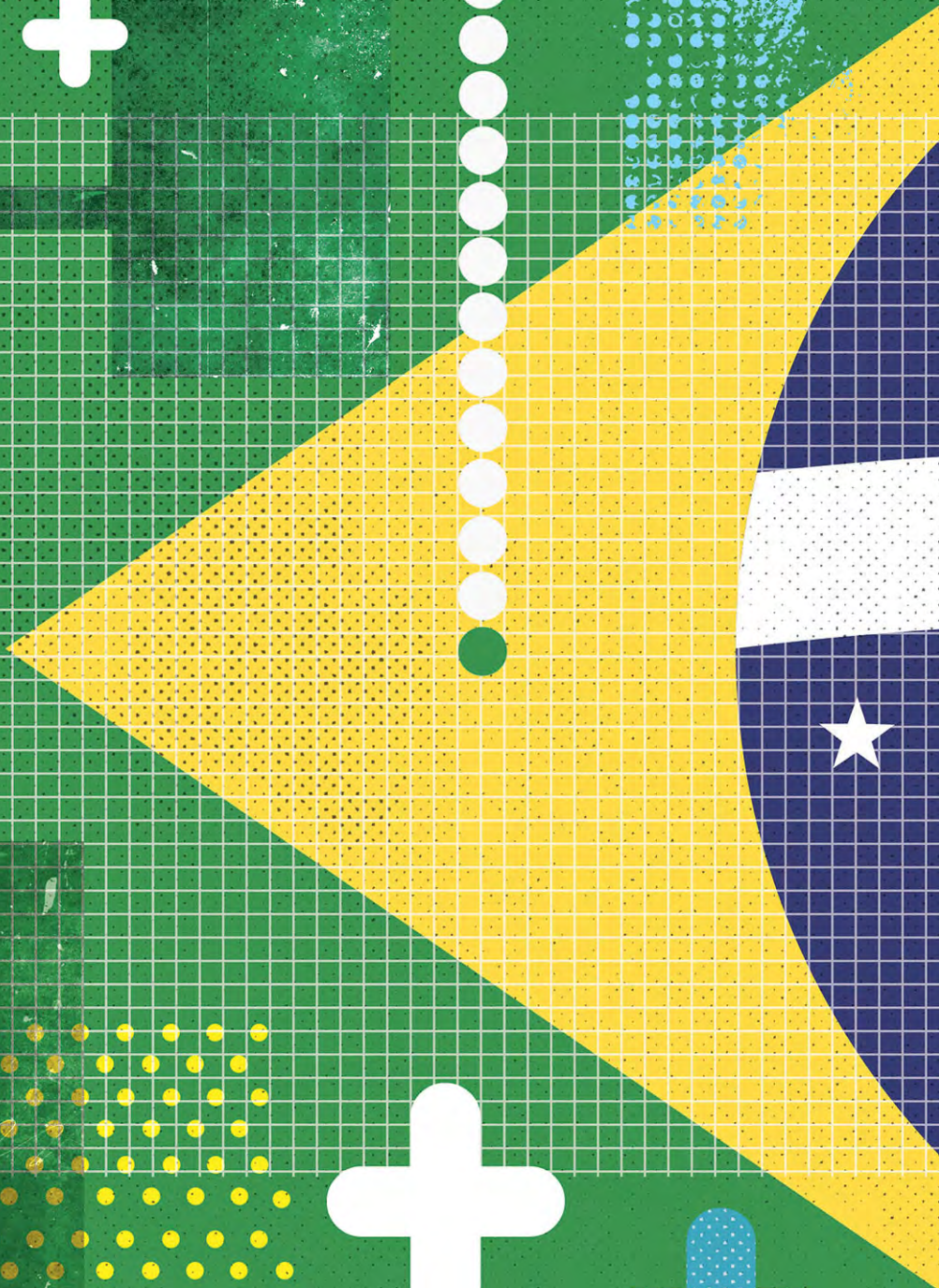
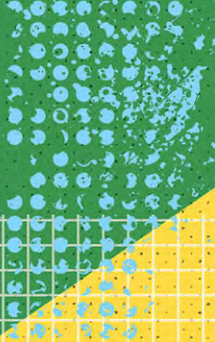
<sup>5</sup> A full version of my paper on China-Russia comparison exists as a working paper [Vernikov, 2014b], while a substantially reduced version was published as [Vernikov, 2015a].

### References

- BERGER A., HASAN I., ZHOU MINGMIN** (2009), Bank ownership and efficiency in China: What will happen in the world's largest nation?, *Journal of Banking and Finance* 33(1): 113-130.
- BERTAY A., DEMIRGÜÇ-KUNT A., HUIZINGA H.** (2015), Bank ownership and credit over the business cycle: Is lending by state banks less procyclical? *Journal of Banking and Finance* 50: 326-339.
- BEZEMER D.** (2014), Schumpeter might be right again: the functional differentiation of credit, *Journal of Evolutionary Economics* 24(5): 935-950
- BONIN J., HASAN I., WACHTEL P.** (2005), Bank performance, efficiency and ownership in transition countries, *Journal of Banking and Finance* 29(1): 31-53.
- CBR** (2002), *Obzor bankovskogo sektora Rossiyskoy Federacii [Survey of the Banking Sector of the Russian Federation]*, No 1 (Internet version), Central Bank of Russia, Moscow, November 2002 [in Russian]
- CBR** (2015), *Banking Supervision Report in 2014*, Central Bank of Russia, Moscow, 2015 [in Russian]
- CBRC** (2014), *Annual Report 2013*, China Banking Regulatory Commission, Beijing.
- FUNGÁČOVÁ Z., SOLANKO L., WEILL L.** (2010), Market power in the Russian banking industry, *International Economics* 124(4): 127-145.
- FUNGÁČOVÁ Z., POGHOSYAN T.** (2011), Determinants of bank interest margins in Russia: Does bank ownership matter?, *Economic Systems* 35(4): 481-495.

- FUNGÁČOVÁ Z., HERRALA R., WEILL L.** (2013), The influence of bank ownership on credit supply: Evidence from the recent financial crisis, *Emerging Markets Review* 15(2): 136–147.
- KARAS A., SCHOORS K., WEILL L.** (2010), Are private banks more efficient than public banks? Evidence from Russia // *Economics of Transition* 18(1): 209–244.
- KARAS A., PYLE W., SCHOORS K.** (2013), Deposit insurance, banking crises, and market discipline: Evidence from a natural experiment on deposit flows and rates, *Journal of Money, Credit and Banking* 45(1): 179–200.
- KING R., LEVINE R.** (1993), Finance and growth: Schumpeter might be right, *Quarterly Journal of Economics* 108(3): 717–737.
- KIRDINA S., VERNIKOV A.** (2013), Evolution of the banking system in the Russian context: An institutional view, *Journal of Economic Issues* 47(2): 475–484.
- KIRDINA S.** (2014), Institutional matrices theory, or X&Y Theory: The main provisions and applications, *Journal of Institutional Studies* 6(3): 12–31.
- LA PORTA R., LÓPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A.** (2002), Government ownership of banks, *Journal of Finance* 57(1): 265–301.
- MAMONOV M., VERNIKOV A.** (2015), Bank ownership and cost efficiency in Russia, revisited // NRU Higher School of Economics Research Papers WP BRP 46/FE/2015.
- OKAZAKI K.** (2007), Banking system reform in China: The challenges of moving toward a market-oriented economy // RAND Corporation Occasional Paper Series No RAND/OP-194-CAPP.
- RAIFFEISENBANK** (2015), CEE Banking Sector Report. Vienna: Raiffeisen Zentralbank Österreich AG and Raiffeisen Centrobank AG.
- SCHOORS K.** (2003), The fate of Russia's former state banks: Chronicle of a restructuring postponed and a crisis foretold, *Europe-Asia Studies* 55(1): 75–100.
- SCHUMPETER J.** (1934), *The Theory of Economic Development*, Cambridge MA: Harvard University Press.
- VERNIKOV A.** (2012), The impact of state-controlled banks on the Russian banking sector, *Eurasian Geography and Economics* 53(2): 250–266.
- VERNIKOV A.** (2014a), “National champions” in Russia's banking services market, *Problems of Economic Transition* 57(4): 3–25.
- VERNIKOV A.** (2014b), China and Russia: Institutional coherence between the banking systems (Economic and Business Working Paper 130). Centre for Comparative Economics (CCE), SSEES, UCL: London.
- VERNIKOV A.** (2015a), Comparing the banking models in China and Russia: Revisited, *Studies on Russian Economic Development* 26(2): 178–187.
- VERNIKOV A.** (2015b), A guide to Russian bank data: Breaking down the sample of banks // SSRN Working Paper Series No 2600738.
- WORLD BANK** (2013), Financial Development and Structure Dataset (updated Nov. 2013). The World Bank, Washington DC.





# Atuação Anticíclica dos Bancos Públicos Brasileiros

## *Countercyclical role of Public Brazilian Banks*

\* Fernando Nogueira da Costa

### Resumo

Neste artigo, testa-se a hipótese de que os verdadeiros fazedores do mercado de crédito bancário, para o período recente, foram os bancos públicos. Inicia-se com uma comparação das atuações desses bancos antes e depois de 2003, quando assumiu um governo social-desenvolvimentista no Brasil. Em seguida, focaliza-se a atuação social-desenvolvimentista do BNDES e, depois, o Programa de Financiamento Habitacional da Caixa Econômica Federal. Examina-se a atuação anticíclica dos bancos públicos resultou em um *crowding out* creditício. Após comparar algumas características do sistema bancário brasileiro com as dos bancos de outros países emergentes, apresenta-se o *modus operandi* e as perspectivas futuras dos negócios bancários na economia brasileira. Encerra-se com uma breve conclusão que lista as principais virtudes e os eventuais defeitos dos bancos públicos brasileiros. Sugere uma possível solução para o problema de interferência política em suas direções.

Palavras-chave: bancos – financiamento do desenvolvimento

### Abstract

*In this article, we test the hypothesis that the true market makers of the bank credit market, for the recent period, were public banks. It begins with a comparison of the performances of these banks before and after 2003, when he took a social-developmental government in Brazil. Then focuses on the social-developmental role of the BNDES and then the Housing Finance Program of the Caixa Econômica Federal. Examines whether the countercyclical role of public banks resulted in crowding out credit. After comparing some characteristics of the Brazilian banking system with those of banks in other emerging countries, presents the modus operandi and future prospects of the banking business in the Brazilian economy. Ends with a brief conclusion that lists the main virtues and possible shortcomings of Brazilian public banks. It suggests a possible solution to the problem of political interference in their direction.*

Keywords: Banks – Economic Development: Financial Markets

\*Professor titular do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas – UNICAMP.  
<http://fernandonogueiracosta.wordpress.com/>  
E-mail: [ferco@eco.unicamp.br](mailto:ferco@eco.unicamp.br)



## Introdução

Segundo a argumentação clássica latino-americana, “a experiência parece ensinar que, exceto quando são expressamente criadas instituições financeiras ‘desenvolvimentistas’ sob controle do setor público, dificilmente um país pode resolver os problemas de transferência espacial ou intersetorial de recursos, para regiões ou setores mais atrasados (ou para novos setores), através do desenvolvimento espontâneo de seus intermediários financeiros”. Em síntese, os bancos públicos existem para corrigir as falhas do mercado.

A concessão de crédito por parte de bancos privados rege-se, evidentemente, por considerações de rentabilidade, liquidez e risco das aplicações e não por seus fins sociais ou desenvolvimentistas. O acesso ao crédito dos bancos privados é determinado pelas garantias que podem ser oferecidas e juros que podem ser pagos. Isso significa, geralmente, que só são favorecidos os que já estão instalados nos setores de mais alto retorno financeiro e que oferecem, portanto, aplicações seguras.

Não seria de esperar que coubesse a uma Instituição Financeira Privada a responsabilidade de:

1. corrigir determinado padrão de desenvolvimento,
2. modificar a distribuição dos recursos, em outra direção setorial, e
3. fomentar a elevação da taxa de investimento contra-ciclo.

Caberia à Instituição de Políticas Públicas, ou seja, àquela que não visasse, primordialmente, a maximização de seu lucro, o papel de contribuir para o fomento do desenvolvimento. Com a funcionalidade ‘desenvolvimentista’, os bancos públicos assumiriam papel ativo (não neutro) na distribuição de recursos, sendo direcionados para fins qualificados como prioritários pela política pública. Esses fins sociais e econômicos serão diferentes daqueles que se regem por critérios da rentabilidade privada.

O setor financeiro público compensaria, em parte, a deficiência de atuação social do setor privado na intermediação financeira. Nessa funcionalidade desenvolvimentista, a Instituição de Políticas Públicas eleva o fluxo de recursos oriundos de fundos sociais, direcionando-os para setores necessitados como a agricultura familiar, a habitação popular, pequenas e médias empresas, etc., desconcentrando a distribuição de fundos em relação aos grandes clientes. Pode também priorizar certas atividades, para o alcance de metas de política econômica, por exemplo, o fomento à exportação.

O surgimento da atuação financeira do Estado desenvolvimentista ocorreu, no Brasil, quando ele se deparou com a inexistência de adequada infraestrutura socioeconômica e a carência de empreendedores dinâmicos nas atividades industriais. Isso acontecia devido à mentalidade empresarial então conservadora e avessa ao risco.

As instituições financeiras públicas federais no Brasil são *market makers*, isto é, ‘fazedoras do mercado de crédito’. Há hierarquia entre os agentes financeiros. Os *market makers* são os agentes líderes, com fontes de financiamento em fundos sociais,

que determinam as taxas de juros de referência para empréstimos. Os líderes têm maior capacidade de delinear as tendências do mercado.

Minha hipótese é que os verdadeiros ‘fazedores do mercado’, na economia brasileira, são os bancos públicos, cujos comportamentos regulam a competição no segmento. São, entre os bancos comerciais, o Banco do Brasil (BB) e a Caixa (CEF), sendo a atuação desta de especial importância no financiamento imobiliário e daquele no financiamento agrícola. No crédito à infraestrutura e aos insumos básicos, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) esteve sempre praticamente sozinho. No financiamento ao desenvolvimento de regiões periféricas, o Banco da Amazônia (BASA) e o Banco do Nordeste do Brasil (BNB) cumprem um papel indispensável.

Vamos testar essa hipótese para o período recente, iniciando com uma comparação das atuações dos bancos públicos antes e depois de 2003, quando assumiu um governo social-desenvolvimentista no Brasil. Em seguida, dadas suas importâncias, focalizaremos a atuação recente do BNDES e, depois, o Programa de Financiamento Habitacional *Minha Casa, Minha Vida*. Examinaremos se essa atuação anticíclica dos bancos públicos resultou em um *crowding out* creditício. Após comparar algumas características do sistema bancário brasileiro com as dos bancos de outros países emergentes, apresentaremos o *modus operandi* e as perspectivas futuras dos negócios bancários na economia brasileira. Encerraremos com uma breve conclusão, listando as principais virtudes e os contumazes defeitos dos bancos públicos brasileiros. Sugeriremos, enfim, uma possível solução para o problema de interferência política em suas direções.

## Bancos Públicos: Antes e Depois de 2003

Questionava-se, antes de 2003, quando assumiu o Governo brasileiro uma coalizão política de característica social-desenvolvimentista, isto é, em busca da construção de um Estado de Bem-Estar Social, se o sistema financeiro nacional poderia cumprir sua função social básica, a de financiar o desenvolvimento socioeconômico brasileiro. Em dezembro de 2002, a relação crédito/PIB era apenas 26,1% do PIB com saldo de R\$ 389,2 bilhões. O estoque total das operações de crédito do sistema financeiro atingiu R\$ 3.111 bilhões em julho de 2015. A relação crédito/PIB alcançou 54,5%, ou seja, mais do que duplicou com PIB maior. Se antes esta relação do Brasil superava apenas as dos países da América Latina, exceto a do Chile, atualmente, supera inclusive a mediana desta relação dos países emergentes do Leste Europeu, que é 45% do PIB.

Como o sistema financeiro nacional obteve *funding* para lastrear esse crescimento extraordinário do crédito já que ele era considerado escasso? Para a resposta, cabe partir de uma constatação não muito comum: a relação financiamento total/PIB não era muito baixa. Porém, na era neoliberal, o destino do financiamento dirigia-se,

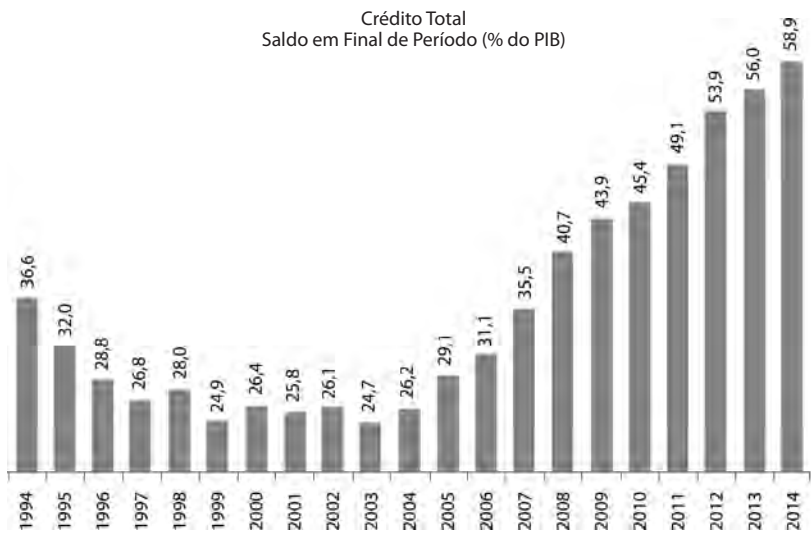
predominantemente, para o setor público, dado o seu endividamento dolarizado e pós-fixado, deixando uma falsa impressão sobre a capacidade de captar *funding*.

Em dezembro de 2002, somando-se a relação dívida mobiliária federal/PIB (60,6%) com a relação empréstimos bancários/PIB (26,1%), a relação do financiamento total com um PIB de R\$ 1.491,2 bilhões atingia 86,7%. Depois, a dívida mobiliária federal interna, fora do Banco Central do Brasil (BCB), avaliada pela posição de carteira, baixou para 43,4% do PIB (ou R\$ 2.475,2 bilhões) em julho de 2015. A relação crédito/PIB alcançou 54,5% do PIB nominal de R\$ 5.708 bilhões que o BCB estimou para esse mês. Portanto, mudou a composição e cresceu o financiamento total, atingindo 97,1% do PIB, mais de 10 pontos percentuais de um PIB bem maior.

O M4 (total de Haveres Financeiros) representou 92,8% do PIB. A entrada de capital estrangeiro para cobrir o déficit do balanço de transações correntes acumularam, nos doze meses anteriores, US\$ 89,4 bilhões, equivalente a 4,34% do PIB. Logo, o *funding* do financiamento total (97,1% do PIB) correspondeu à soma da relação crédito/PIB de 54,5% com a dívida mobiliária federal interna, fora do Banco Central, avaliada pela posição de carteira, de 43,4% do PIB, resultando em 97,9% do PIB.

A conclusão é que não há carência de *funding* na economia brasileira. Ao contrário do que afirmam os economistas opositoristas com uma visão pré-keynesiana, a ‘baixa poupança’ (um resíduo na contabilidade nacional) não é obstáculo ao financiamento do crescimento da economia brasileira.

Como se reverteu a queda brutal do crédito ocorrida durante o governo neoliberal anterior? Caiu de 36,6% do PIB, em janeiro de 1995, para, em dezembro de 2002, atingir a proporção de 26,1% do PIB. Veja quadro abaixo.



Fonte: Banco Central do Brasil



Não é verdade que, depois de 2003, o acesso ao crédito só construiu um 'modelo baseado no consumo pessoal'. A carteira com *recursos livres* somou R\$ 1.595 bilhões, em julho de 2015, quando o saldo das operações com pessoas físicas de R\$ 794 bilhões, representava a ênfase no crédito consignado (desconto na folha de pagamento inclusive para aposentados) e nas operações com cartão de crédito à vista. Os financiamentos a veículos registraram redução, depois de terem propiciado o mercado brasileiro de venda de veículos tornar-se o quarto maior do mundo. Mas a carteira das pessoas jurídicas totalizou R\$ 801 bilhões, destacando-se as retrações em capital de giro e desconto de duplicatas. Constata-se que Pessoa Física e Pessoa Jurídica dividiram, igualmente, o crédito com recursos livres.

O crédito com *recursos direcionados*, que oferece taxas de juros reguladas abaixo das atingidas com recursos livres, atingiu R\$ 1.516 bilhões em julho de 2015, praticamente a metade do crédito total. No segmento de famílias, o saldo aumentou para R\$ 675 bilhões, com destaque para o crédito imobiliário. Nas contratações das empresas, o saldo alcançou R\$ 841 bilhões, influenciado, em parte, pelo efeito da variação cambial nos financiamentos para investimentos do BNDES.

De acordo com o balanço de junho de 2014, já foram contratadas 3,408 milhões de unidades habitacionais no âmbito do Programa Minha Casa Minha Vida (MCMV). Desse total, 1,592 milhão de moradias foram destinadas para famílias com renda mensal de até R\$ 1.600; 1,384 milhão para os que ganham até R\$ 3.275 e 431.671 para os que se enquadram na renda entre R\$ 3.275 e R\$ 5.000. Das unidades habitacionais com financiamento contratado pelo MCMV, 1.857.815 foram construídas e 1.614.820 entregues. A média anual do financiamento imobiliário por governo até 2013 era a seguinte: FHC, 181,6 mil; Lula, 474 mil; Dilma, 1.095,5 mil.

Graças à investida no crédito com forma de enfrentamento da crise financeira internacional de 2008, a Caixa é o banco que mais conquistou participação no mercado de crédito. O estoque de crédito do banco sextuplicou de junho de 2009 a dezembro de 2014, partindo de R\$ 99,2 bilhões (R\$ 323,6 bilhões em ativos) e atingindo R\$ 597,1 bilhões (R\$ 1.064,7 bilhões em ativos) por causa do crescimento cumulativo de sua carteira de crédito imobiliário em longo prazo. Em operações de crédito, no final de 2014, a Caixa só estava abaixo do Banco do Brasil, que tinha R\$ 645,0 bilhões em sua carteira de crédito. No ranking de ativos, a Caixa estava em terceiro lugar, depois de ultrapassar o Bradesco.

Deve-se lembrar que, antes da reestruturação patrimonial de 2001, com a transferência dos créditos imobiliários inadimplentes para a EMGEA, a Caixa chegou a ser o maior banco latino-americano em ativos. Esse tipo de crédito entra no balanço e, se não é securitizado e/ou amortizado, fica registrado em longo prazo na estatística.

Desde 2008, quando o BNDES passou a receber aportes periódicos de recursos do Tesouro Nacional, da ordem de R\$ 400 bilhões, sua carteira de crédito saltou de 6,2% para 10,6% do PIB. As alocações orçamentárias para capitalizar as Instituições Financeiras Públicas Federais (IFPF) se transformam em reservas de empréstimos. Estes

empréstimos multiplicam a quantidade de dinheiro na economia, exacerbando ciclos de expansão ou atuando contra-ciclo de queda da renda.

Em termos de custo fiscal e Orçamento Geral da União, IFPF podem ‘fazer mais por menos’, isto é, gerar políticas públicas cujo gasto efetivo sai por cerca de 10% do custo fiscal potencial. São nove vezes mais, se comparar o valor em dinheiro necessário para executar diretamente políticas públicas com a mesma quantidade de recursos capitalizados nas IFPF para alavancar empréstimos (e tomar depósitos), pois o Índice de Basileia exige 11% do capital para cobertura dos empréstimos. Os empréstimos do banco público possuem impacto suficiente para multiplicar a quantidade de dinheiro na economia, exacerbando ciclos de expansão ou atuando contra ciclo de queda.

Todos os neoliberais estão fazendo o maior de seus esforços para criticar o governo social-desenvolvimentista e voltarem ao Poder de modo a completar o desmanche do Estado desenvolvimentista ocorrido nos anos 90. Por isso, atacam, sistematicamente, tanto o BNDES quanto a PETROBRAS.

Se porventura eles conseguirem o intento, derrubarão a possibilidade do País, na próxima década, emancipar de problemas no seu balanço de pagamentos pela exportação de petróleo extraído do pré-sal. Assim, como alavancou o financiamento a terceira maior hidrelétrica do mundo (Belo Monte) sem endividamento externo, só com o financiamento do BNDES se conseguirá erguer a indústria do petróleo no Brasil, já que o mercado de capitais aqui é raquítico e não há iniciativa particular para fomentar o desenvolvimento econômico.

## **Atuação Social-Desenvolvimentista do BNDES**

O objetivo maior da crítica neoliberal é a atuação proativa do BNDES. De fato, em pleno período anterior ao ‘apagão de 2001’, o BNDES emprestou de 1997 a 1999 apenas R\$ 19 bilhões, anualmente, e só passou para o patamar de R\$ 26 bilhões em 2000 e 2001. Depois, o BNDES passou a ter um papel ativo no governo social-desenvolvimentista e o valor anual, nos últimos dois anos, está em torno de R\$ 190 bilhões: dez vezes maior!

Por exemplo, financiou a construção da Usina Hidrelétrica de Belo Monte (AM), cujo empréstimo de R\$ 22,5 bilhões para o projeto foi o maior da história do banco, correspondendo a 78% do total (R\$ 28,9 bilhões) a ser investido na hidrelétrica. Com isso, ao contrário do financiamento da hidrelétrica de Itaipu (PR), desta vez o país não recorreu ao endividamento externo.

A crítica oposicionista à atuação recente do BNDES é que ela seria baseada em concessão de ‘subsídio’ e ‘favorecimento’ ao organizar grandes empreendimentos em associação com grandes empresas brasileiras. Com essa ‘escolha dos parceiros estratégicos’, ele ofereceria subsídios e incentivaria a formação de conglomerados que, sob o argumento de melhoria da competitividade da indústria brasileira, atentariam contra o livre-mercado.

Não cabe essa crítica de ‘favorecimento’, pois qualquer escolha de setores prioritários na estratégia de crescimento explicitada no PAC (Programa de Aceleração Econômica), evidentemente, exigia selecionar as empresas contempladas com financiamento. Isto foi realizado, transparentemente, inclusive as empresas foram nomeadas no site do Banco.

Defender isonomia entre empréstimos dirigidos aos grandes grupos, responsáveis pelos principais projetos em andamento, principalmente ligados à Petrobras, e às micros, pequenas e médias empresas era desculpa antes adotada para não se escolher o caminho do desenvolvimento. Era, então, coerente com a atitude passiva pro mercado. Em nome de ‘não privilegiar clientes’, emprestava apenas para se privatizar o patrimônio público.

O opositorista a favor do livre-mercado estima o custo anual do subsídio, comparando o custo atual do financiamento da dívida pública (SELIC) com a TJLP. Aplica essa diferença ao montante da capitalização do Banco por seu controlador, o Tesouro Nacional, via empréstimo em longo prazo. Faz cálculos estáticos para resultados dinâmicos. Não contempla o investimento multiplicador de renda, a elevação da arrecadação fiscal e nem o pagamento futuro de dividendos. O valor exato dos juros sobre a capitalização do banco só poderá ser conhecido no fim do financiamento. Poderá ser bem menor do que a quantia então estimada, ocorrendo uma futura convergência da TJLP e da Selic.

Sem visão estratégica sobre a obtenção de crescimento sustentado em longo prazo, a oposição só destaca o impacto fiscal dos empréstimos da União ao BNDES. Dado que os empréstimos têm custo indexado majoritariamente pela TJLP, haveria, em princípio, ‘subsídio’ igual à diferença entre o custo de mercado do financiamento da União, baseado em Selic, e a TJLP. Esse cálculo, visto isoladamente, pode suscitar conclusões equivocadas, pois ignora os ganhos fiscais resultantes das operações viabilizadas pelo empréstimo da União, entre eles:

1. o lucro do BNDES, que retorna à União por meio de dividendos, tributos e lucros retidos;
2. o ganho fiscal em curto prazo, decorrente da expansão do produto e da renda da economia; e
3. o ganho fiscal em longo prazo, resultante do fato de que a capacidade produtiva da economia será maior nos próximos anos, viabilizando o crescimento da demanda sem pressão inflacionária, maior Produto Interno Bruto (PIB) e arrecadação fiscal mais elevada.

O governo social-desenvolvimentista justifica a existência do BNDES para corrigir a lógica do mercado, baseada em expectativas pessimistas. Ele realoca recursos para setores prioritários, mas não tão lucrativos e atraentes para iniciativas particulares.

Há muita desinformação sobre a atuação do BNDES. Uma das principais diz respeito à correlação entre desembolsos dos bancos e a taxa de investimento, medida

pela Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF). Em 2013, 25,6% da FBCF teve participação do banco, sendo que o desembolso do BNDES foi de 14,6% da FBCF. Portanto, o aumento do apoio do BNDES gerou elevação da formação de capital.

A crítica sobre o peso dos subsídios – calculado a partir da diferença entre o custo de captação do Tesouro e o juro subsidiado oferecido pelo BNDES – não leva em conta os benefícios gerados pelas operações do banco. Supondo um multiplicador de renda de 2,5, os benefícios acumulados entre 2008 e 2014 superam os custos em R\$ 7,7 bilhões. Para um multiplicador de 1,5, bastante conservador, o custo fiscal líquido do período é R\$ 19,8 bilhões, o que equivale a apenas 0,06% do PIB.

Os neoliberais, quando estiveram no Poder, colocaram nos bancos públicos a função de carregar títulos de dívida pública, dando ao governo certa autonomia em relação aos bancos privados. A missão principal deles passou a ser obter lucros para pagar dividendos ao Tesouro Nacional, elevando o superávit primário. O BNDES apenas financiava a privatização do patrimônio público, executando o Programa Nacional de Desestatização.

Os idolatras do ‘livre-mercado’ chegaram até mesmo a questionar, embora não obtivessem apoio político para mudar, o que consideram um dogma ideológico dos social-desenvolvimentistas: o banco público usar, exclusivamente, os fundos sociais, evitando obtenção de lucros pelos bancos privados com dinheiro público.

Periodicamente, a oposição requeira a velha hipótese neoliberal, falseada pela realidade dos fatos: ‘o desenvolvimento do mercado de capitais não ocorreu no Brasil por causa do BNDES’. Segundo seu raciocínio, o modelo de financiamento desenvolvimentista adotado no Brasil inibiu o mercado de capitais.

O argumento do ‘*crowding-out* financeiro’ é que ‘os bancos públicos, concentrando os fundos sociais, restringe o crédito privado de longo prazo, sobretudo em face da ausência de mobilidade internacional de capitais. As empresas se tornam cada vez mais dependentes do governo para se financiarem e, ao serem abastecidas por ele, reduzem a demanda por instrumentos alternativos de financiamento privado’. Em outras palavras, a iniciativa privada não inicia nada porque o Estado brasileiro inicia tudo!

No Brasil, em casos como o do BB, da CEF e do BNDES, a implantação de instrumentos de governança inibidores é a solução alternativa que a oposição neoliberal aponta, pois é pouco provável que, no curto prazo, haja clima político para a privatização desses bancos. Como um *second best* face ao *first best* da privatização total se os neoliberais retornarem ao governo, provavelmente, providenciarão:

1. a venda de lotes expressivos de ações,
2. a montagem de Conselhos de Administração independentes do governo (e dependentes do setor privado), e
3. a fiscalização discriminatória do Banco Central.

Nessa perspectiva, os bancos públicos brasileiros se tornariam irrelevantes ou desapareceriam por inanição – estado de um organismo que carece de um elemento indispensável à sua vida. A intenção da oposição neoliberal é levá-los, gradualmente, a um estado de esgotamento ou de extremo enfraquecimento, por falta de capitalização por parte do seu controlador, o Tesouro Nacional. Para a alegria de O Mercado!

## **Programa de Financiamento Habitacional *Minha Casa, Minha Vida***

De acordo com as primeiras avaliações do *Minha Casa Minha Vida* (MCMV), realizadas no início do segundo mandato do Governo Dilma, trata-se do maior Programa de Financiamento Habitacional já realizado na história do País.

Uma avaliação atuarial feita pela auditoria *Deloitte Touche Tohmatsu* no Fundo de Arrendamento Residencial (FAR), o veículo financeiro que abriga as operações da faixa de renda mais baixa do MCMV, apontou ‘uma deficiência total’ de R\$ 28,830 bilhões em dezembro de 2013. Ainda não foi divulgada a avaliação atuarial de 2014.

A ‘deficiência’ ocorre sobretudo porque o FAR assume compromissos com as construtoras para serem honrados nos anos seguintes. Mas só recebe dinheiro do Tesouro para cobrir essas despesas em parcelas anuais, dentro do Orçamento da União.

Assim, ‘deficiência’ não é a melhor palavra para se usar nessa circunstância, pois esses são compromissos assumidos com as construtoras que o Tesouro vai pagar à medida em que as obras forem executadas. Não há nenhuma obra que tenha deixado de receber em 2014.

O prazo de execução das obras contratadas é de 18 meses, por isso o grosso dos compromissos deve ser pago neste ano de 2015 e no início do próximo. Algumas obras, porém, só devem começar mais para meados deste ano, e outras estão atrasadas. Por isso, uma parte residual dos pagamentos a construtoras está previsto para acontecer apenas em 2017.

As verbas previstas para o MCMV em 2015 somam R\$ 18 bilhões, dos quais R\$ 14 bilhões estão inscritas no projeto de Orçamento e outros R\$ 4 bilhões são restos a pagar. O governo afirma que o programa de ajuste fiscal vai preservar gastos sociais como esse.

Até agora, foram contratadas 1,322 milhão de moradias na faixa 1, voltada à renda mais baixa feita dentro do FAR. Em setembro de 2015, será anunciada uma terceira etapa do programa, com o compromisso de contratar mais três milhões de moradias. Ainda não está claro qual será a meta de contratação para a faixa 1, que atende famílias com renda familiar de até R\$ 1.600,00 mensais, dependente de maiores aportes diretos (subsídios) do governo. As demais faixas do programa (2 e 3) contam com recursos do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS).

A equação financeira do MCMV dentro do FAR depende fundamentalmente de recursos do Tesouro porque as prestações pagas pelos beneficiários – entre R\$ 25

e R\$ 80 mensais – cobrem apenas uma pequena parcela do valor dos imóveis. As transferências ao FAR são feitas sob a forma de subsídios aos beneficiários faixa 1 do MCMV, abatendo até 95% do valor das moradias.

Em 2014, as receitas do FAR com as prestações pagas pelos mutuários somaram R\$ 194 milhões. Este valor não cobre nem a taxa de administração paga ao agente financeiro, que, a título de comparação, foi de R\$ 246 milhões no exercício de 2013.

Os altos índices de inadimplência também reduzem as receitas com as prestações. A Caixa calcula que, em 2014, o índice de inadimplência tenha fechado em 18,5%, considerando contratos com atraso superior a 90 dias. É um índice bem superior aos demais financiamentos habitacionais da Caixa, de 1,84%. As perdas na faixa 1 do programa MCMV são assumidas pelo próprio FAR, cujo único cotista é o Tesouro. A Caixa não assume nenhum risco de crédito nessas operações.

O índice de inadimplência só não é maior porque o FAR vem lançando a prejuízo parte dos créditos. Em 2013, foram R\$ 190,5 milhões. A carteira de crédito do FAR somava R\$ 1,963 bilhão em dezembro de 2014. A baixa de créditos a prejuízo segue as regras do Banco Central.

Na sua avaliação atuarial, a Deloitte Touche Tohmatsu utilizou como hipótese uma inadimplência de 48,09%, construída com base no histórico de inadimplência do MCMV. E percentual de inadimplência é mais alto porque leva em conta atrasos a partir de um dia. A Caixa discutiu com a auditoria, na avaliação atuarial de 2014, o uso do critério de inadimplência do BCB, que considera inadimplentes operações com atraso de mais de 90 dias.

Para se ter uma ideia do peso relativo desse programa social, os gastos com subsídios repassados pelo governo federal passaram de 0,25% para 1,05% do PIB entre 2010 e 2014. Desse universo, o MCMV, que representa um dos maiores pesos, o percentual saiu de 0,04% para 0,35% do PIB no período. Enquanto isso, no ano de 2014, os juros nominais atingiram R\$ 311,4 bilhões (6,07% do PIB), comparativamente a R\$ 248,9 bilhões (5,14% do PIB) em 2013. Política habitacional representa incentivo à acumulação de uma riqueza familiar de maior benefício social do que a concentração da riqueza financeira através da expansão da renda do capital.

No entanto, o pesquisador do Instituto Brasileiro de Economia (IBRE-FGV), Gabriel Leal de Barros, prefere destacar o peso semelhante dos gastos com o MCMV com todo o investimento dos ministérios da Saúde e da Educação, 68% de todo o gasto com o programa Bolsa Família e equivalente a todo o pagamento de dividendos das estatais ao Tesouro. O custo também pode ser comparado a toda a compensação do Tesouro ao INSS pela desoneração da folha de pagamentos.

É muito difícil separar, precisamente, as ‘ações de Robin Hood’ da Caixa: transferir ganhos com ‘os ricos’ (ações comerciais) para subsidiar os pobres (ações sociais). Na realidade, muito do que ela ganha, aplicando dinheiro que é patrimônio dos trabalhadores (FGTS) ou dos que reivindicam justiça (depósitos judiciais), é revertido para os necessitados de subsídios sociais para aquisição de Habitações de Interesse



Social. Em outros termos, os ganhos em Tesouraria permitem o oferecimento de 'produtos sociais' no ponto-de-equilíbrio, pagando todas as despesas e remunerando o controlador, porém sem a maximização do lucro como buscam sempre os bancos comerciais privados.

Um grande diferencial entre bancos públicos e bancos privados está na compensação por Rendas de Administração de Fundos Sociais (FGTS, FAT, FCO, FNE, FINOR, etc.), Programas Sociais e Loterias e Rendas de Serviços de Arrecadações e Convênios, para os bancos públicos, de suas menores Rendas de Tarifas Bancárias, Rendas de Cartão de Crédito e Rendas de Administração de Fundos de Investimentos. Os bancos privados têm receitas muito maiores nestas últimas atividades.

Segundo Fernando Torres (Valor, 05/01/15), 'nos primeiros nove meses de 2014, a Caixa Econômica teve lucro de R\$ 4,8 bilhões antes do pagamento de Imposto de Renda e CSLL. Mas esse resultado se explica essencialmente por Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS), depósitos judiciais e loterias, e não pela atividade de concessão de crédito e prestação de serviços tradicional'.

Para cuidar com exclusividade do FGTS, que tinha, em outubro de 2014, R\$ 400 bilhões em ativos, a Caixa cobra 1% de taxa de administração dos trabalhadores e com isso ganhou ao longo de 2014 até setembro R\$ 2,89 bilhões. Descontados os custos reportados de R\$ 373 milhões, o lucro com a operação do fundo fica em R\$ 2,51 bilhões.

Já a captação da Caixa por meio de depósitos judiciais teve saldo médio de R\$ 47,3 bilhões no ano de 2014, com custo contabilizado de 4,11% no ano até setembro, ante um CDI acumulado de 7,83% no mesmo período. A economia proporcionada por meio do *funding* mais barato foi de R\$ 1,76 bilhão.

Só com esses dois fatores já se chega a um ganho de R\$ 4,28 bilhões, suficiente para assegurar quase 90% do lucro antes de impostos obtido pela Caixa nos primeiros nove meses de 2014.

A análise do resultado com loterias é mais difícil, já que a Caixa aglutinou parte das despesas com lotéricas a partir de 2013 dentro da linha de gastos com 'parceiros comerciais', o que impede uma precisão no cálculo. A receita com casas lotéricas apontada no balanço foi de R\$ 900 milhões de janeiro a setembro, enquanto o custo passível de ser diretamente alocado pode ser estimado em cerca de R\$ 300 milhões, com base na abertura de dados que era feita até o exercício de 2012, o que dá um resultado positivo de mais R\$ 600 milhões.

Ainda que uma parte relevante da linha de despesas com 'parceiros comerciais', no valor de R\$ 1,58 bilhão, deva ter relação com as lotéricas, a Caixa tampouco discrimina as receitas de serviços e com operações de crédito que consegue capturar pelo fato de possuir as loterias como rede de distribuição, o que pode equilibrar a conta.

Em síntese, a Caixa tem lucro, devido à cobrança de uma taxa para administrar o dinheiro dos trabalhadores no FGTS, à perda de custo de oportunidade imposta pelos

depósitos judiciais a quem reclama na Justiça, e aos ‘jogos de azar’. Porém, no fim das contas, fica todo o ganho com o governo, que tem 100% do capital da Caixa.

Outro ponto relevante do modelo atual da Caixa tem relação com a estrutura de capital da instituição, que tem pouco mais de metade do patrimônio líquido (55%) formada por instrumentos híbridos que rendem TJLP ao governo. Quando se observa o resultado da Caixa, nos últimos 12 meses até setembro de 2014, e se faz um cálculo de retorno sobre o patrimônio líquido médio, a rentabilidade fica em 12,6%, quando o cálculo considera lucro e remuneração de híbridos no numerador e capital próprio e híbridos no denominador. É um nível baixo para um banco privado, mas aceitável para um estatal.

No entanto, Alex Ribeiro (Valor, 23/12/14) anunciou que a Caixa obteve um retorno sobre o patrimônio líquido de 17,8% no terceiro trimestre de 2014, não muito inferior aos concorrentes privados. Aquele cálculo de rentabilidade patrimonial, considerando os Instrumentos Híbridos de Capital e Dívida (IHDC), é falho. Eles são representados por diversos tipos de títulos de dívida ou contratos para captação de recursos financeiros para capitalização da instituição financeira, que devem ser contabilizados no Patrimônio Líquido, porque fazem parte do PR (Patrimônio de Referência). O BCB permite que os IHDC sejam capazes de aumentar o grau de capitalização e, conseqüentemente, os níveis de alavancagem da instituição financeira.

Torres argumenta que, no modelo atual, a parcela do patrimônio pertencente aos detentores de títulos híbridos (leia-se o Tesouro Nacional) foi remunerada por TJLP, a 5% ao ano, enquanto o ‘capital dos acionistas’ (de novo o Tesouro Nacional) recebeu 23%. Como atualmente o Tesouro é o único nas duas pontas, essa discrepância entre risco e retorno não é um problema.

A equipe da Caixa, no primeiro semestre de 2007, construiu junto ao Tesouro Nacional uma engenharia financeira então inédita via ‘empréstimos perpétuos’ do controlador para a controlada. Ele concederia empréstimo perpétuo, que jamais se amortizaria, mas que seria remunerado com o pagamento dos mesmos juros de títulos de dívida pública no maior prazo então lançado. A Caixa compraria esses títulos com o valor do empréstimo recebido, para fazer hedge desse pagamento de juros: o que receberia com uma mão, pagaria com a outra. Seria, então, um ‘jogo de ganha-ganha’ de natureza contábil, de modo que as agências de avaliação de risco verificassem que a Caixa é um banco de risco soberano, pois é controlada pelo Tesouro Nacional, que jamais quebra.

Essa inovação financeira foi útil para o Tesouro Nacional captar recursos com títulos de dívida pública que ofereciam risco soberano e, com eles, capitalizar todos os bancos públicos para fazerem uma atuação anticíclica após a explosão da crise de 2008. Estes bancos reciclavam esse capital, concedendo crédito subsidiado para setores estratégicos prioritários para a emergência da economia brasileira.

## Atuação Anticíclica e Crowding Out Crédito

Depois de um crescimento significativo, no período da crise, os desembolsos do BNDES já apresentavam moderação nos anos recentes, tendo em vista o anúncio de menores transferências para o banco. No início de 2014, o BNDES representava 24,15% de todo o crédito direcionado, 37% do crédito dos bancos públicos e 19,13% do crédito total da economia brasileira. Mesmo com essa moderação no ritmo de crescimento, os bancos públicos continuavam respondendo por mais da metade do mercado de crédito do país, posição conquistada em junho de 2013, quando a participação relativa passou dos 50% pela primeira vez.

Segundo o *Relatório de Inflação*, publicado pelo BCB em março de 2015, as carteiras das instituições financeiras públicas, privadas nacionais e estrangeiras representaram, na ordem, 54,3%, 31,2% e 14,5% do total de crédito do sistema financeiro em fevereiro de 2015. Carolina Mandl e Felipe Marques (Valor, 30/09/13) avaliam que ‘um eventual recuo dos bancos públicos daqui para a frente vai acabar deixando gente sem crédito’. Na avaliação de executivos de bancos privados, embora pretendam retomar parte do espaço perdido no crédito a empresas, pouco deve mudar em sua baixa disposição de emprestar para pessoas com maior risco de inadimplência. ‘As métricas de risco dos bancos privados não vão se alterar. Por isso, a consequência da retração das instituições públicas é que algumas pessoas vão ficar sem crédito’.

Os bancos privados são pouco propensos a replicar algumas táticas que os públicos usaram para cativar sua clientela. No crédito a veículos, por exemplo, as instituições oficiais chegaram a fazer operações de 60 meses sem entrada. Também permitem que o cliente faça uma pausa no pagamento do empréstimo por certo tempo.

Os bancos públicos acabaram criando uma demanda que não existia. Quando alongam prazo, dão carência ou reduzem taxas, colocam no mercado pessoas que, antes, não pensavam em buscar crédito.

No crédito à empresas, porém, os bancos privados acreditam que é possível recuperar parte do mercado perdido. Isso porque os bancos públicos, principalmente a Caixa Econômica Federal, vinham ofertando à grandes companhias, com boa qualidade de crédito, taxas abaixo daquelas em que os privados aceitavam competir. Com o fim da capitalização e/ou os ‘empréstimos perpétuos’ do Tesouro Nacional para os bancos públicos, a partir de 2015, o mercado de crédito deve ficar mais seletivo em relação ao preço das operações, em busca de maior rentabilidade. Isso deve gerar equilíbrio maior entre bancos públicos e privados.

Nas linhas de capital de giro, que representam quase 30% do crédito a empresas, houve uma acentuada diferença entre o crescimento de públicos e privados. Nesse período pós-crise, os públicos avançaram 34,9% ante recuo de 2,8% dos demais. Em dezembro de 2012, enquanto os bancos públicos emprestavam na linha com juros de 13,6% ao ano e 44,3 meses de prazo, em média, os privados nacionais cobravam 17,4% aa para 29,3 meses.

Já em relação ao BNDES, os banqueiros do setor privado dizem acreditar que uma eventual redução nos desembolsos para grandes empresas pode estimular a busca pelo mercado de capitais.

Se os bancos privados manifestam pouca vontade para assumir o espaço no mercado deixado pelos públicos, fica em dúvida o avanço do crédito como um todo daqui para frente. É difícil ver o crédito como fonte de aceleração do crescimento nos próximos anos.

Desde o quarto trimestre de 2013, segundo informaram Alex Ribeiro e Cristiano Romero (Valor, 27/09/13), os bancos públicos receberam ordem da presidente Dilma Rousseff de conter o seu avanço no mercado de crédito para evitar uma maior presença estatal no sistema financeiro. A Caixa, que já vinha cortando a concessão de empréstimos a grandes corporações, foi obrigada também a desacelerar a oferta de crédito a pessoas físicas. O BNDES estuda reduzir linhas de crédito criadas na crise de 2008 e dirigir seus esforços para o financiamento das concessões.

O governo reduziu algumas linhas de crédito criadas em 2008 e 2009, quando a economia brasileira teve forte contração como reflexo da crise mundial. A principal delas era o Programa de Sustentação do Investimento (PSI), que, desde meados de 2009 até o final de 2013, emprestou R\$ 237 bilhões com taxa de juros negativa, isto é, abaixo da taxa de inflação.

O diagnóstico do governo é que os bancos públicos tiveram papel anticíclico fundamental nos anos recentes, garantindo a oferta de crédito e ajudando a sustentar a demanda agregada em um período de retração dos bancos privados. Agora, quando crescem as críticas das agências internacionais de *rating* sobre os riscos fiscais da ação dos bancos públicos, devido ao crescimento da dívida bruta federal, seria o momento de caminhar para uma 'normalização'. O governo age com o intuito de minimizar o risco de um rebaixamento do risco soberano.

O PSI foi criado pelo Ministério da Fazenda. O *funding* era do BNDES, que cobrava juro de 3,5% ao ano. A linha era oferecida para financiar bens de capital (máquinas e equipamentos), incluindo ônibus e caminhões. Neste caso, o juro era um pouco maior: 4% ao ano. O custo do crédito era inferior também ao do FINAME, linha tradicional do BNDES para financiar a aquisição de bens de capital.

O PSI estava programado para acabar em 31 de dezembro de 2013. O BNDES não se opunha ao fim do programa ou a uma redução drástica nos valores e no subsídio oferecidos com desaceleração das concessões com base no PSI. O governo manteve o programa, mas sob condições mais estritas.

Outra linha do BNDES revista foi a do PROGEREN (Programa de Apoio ao Fortalecimento da Capacidade de Geração de Emprego e Renda), criada em 2004 para financiar capital de giro.

A Caixa reduziu de forma drástica a concessão de empréstimos a grandes corporações, desacelerando o ritmo de crescimento da sua carteira de crédito de mais de 40% ao ano. No exame de alternativas, surgiu a hipótese de tornar ainda mais

conservadores os modelos de risco de crédito, restringindo a oferta. Outra alternativa seria subir os juros e fazer parte da demanda por crédito se deslocar para os bancos privados. Ambas as hipóteses significariam crescer em ritmo menos intenso em crédito a pessoas físicas e pequenas empresas.

No caso do Banco Brasil, não havia a necessidade de rever muito a estratégia. O banco tem capital aberto e está submetido à disciplina de mercado. O BB tem contribuído para atrair bancos privados aos consórcios que financiarão as concessões.

Diante desse novo cenário que se desenhava, os bancos privados esperavam encerrar o ano recuperando um *'market-share'* dos bancos públicos. Se esse movimento se concretizasse, marcaria a interrupção de um ciclo que teve início em 2008, havendo uma realocação de mercado de crédito dos bancos públicos para os privados.

## Sistema Bancário Brasileiro em Comparação com Outros Sistemas

Reconhecidos pela solidez e pela lucratividade, os bancos brasileiros também aparecem no topo do ranking das instituições financeiras mais ineficientes e com o maior custo do mundo, segundo relatório do BIS (o banco central dos bancos centrais), resumido em reportagem de Toni Sciarretta (FSP, 02/06/14). Por *ineficiência*, o BIS entende o elevado custo administrativo (processos, instalações, tecnologia) e de pessoal pela quantidade relativamente baixa de negócios e de ativos (financiamentos, disponibilidades, títulos) gerados.

Os bancos brasileiros, que cumprem múltiplas funções, não são tão eficientes e não têm escala adequada para diluir o peso dos custos fixos. Falta compartilhar caixas eletrônicos, serviços comuns de transporte de dinheiro, tecnologia, etc. No ranking do *grau de ineficiência*, medido pela relação custos operacionais/ativos, o Brasil com 3,28% é seguido por Estados Unidos (3,03%), Rússia (2,68%) e Índia, países que, como o Brasil, necessitam elevar os negócios bancários sem ter de expandir os gastos.

Por outro lado, o Brasil (com 1,62%) é terceiro colocado no ranking dos bancos mais lucrativos do mundo em termos de % de ativos. Só perde para Rússia (2,04%) e China (1,86%), superando Índia (1,41%), Austrália (1,28%), Estados Unidos (1,24%) e Canadá (1,06%). O principal motivo é o ganho com os chamados *spreads*, a diferença entre os juros que o banco paga ao investidor e o quanto cobra para emprestar a outro cliente. Esse ranking de lucratividade desconsidera o pagamento de impostos e mede a lucratividade face ao tamanho dos ativos, uma medida do retorno face ao risco da alavancagem financeira.

O Brasil só perde para a Itália nas provisões para créditos concedidos a devedores duvidosos. Supostamente, essas provisões seriam para cobrir eventuais perdas com inadimplências dos empréstimos.

O BNDES dá sinais consistentes de mais eficiência se comparado a seus pares internacionais e até mesmo a bancos privados brasileiros. A conclusão é de um estudo

conduzido pelo economista Felipe Rezende, a partir dos balanços e demonstrações financeiras de bancos públicos e privados entre 2000 e 2014.

O *grau de eficiência bancária* é medido, precisamente, pela relação entre despesas (de pessoal e outras administrativas) e receitas (resultado bruto de intermediação financeira e receita de prestação de serviços). Despesas de pessoal e outras administrativas de Bancos de Desenvolvimento são muito menores do que as de Bancos de Varejo que operam rede de agências.

*Comparações de eficiência* —  $(DP+ODA)/(RBIF+RPS)$  — não só tendem a cometer a falácia de agregação, como também ocultam diferença muito importante para a gestão pública. Como visto, os bancos públicos propiciam grandes alavancagens financeiras de recursos públicos.

*Grau de eficiência* é indicado por  $([LL' + DF] / PT) > (LL / PL)$  onde:  $PT = PL + P3^\circ$ .

*Rentabilidade patrimonial* ou ROE ( $= LL/PL$ ) e *rentabilidade sobre ativos* — ROA ( $= LL/AT$ ) — são indicadores de rentabilidade para acionistas. Provisões sujeitas às ações discricionárias sobre o balanço e tributações influenciam-nos.

Ao longo do período, especialmente no pós-crise de 2008, o autor identificou uma expressiva incapacidade dos bancos privados brasileiros em operar com *spreads* (diferença entre a taxa cobrada nos empréstimos e a taxa de juros paga para captação dada em pontos percentuais) mais alinhados com o resto do sistema financeiro mundial. Mesmo com esses altos *spreads*, que constituem a margem para cobrir despesas administrativas, inadimplência, cunha fiscal e lucro bancário, geram retornos sobre capital (ROE) comparáveis aos bancos do resto do mundo. Tal situação, segundo ele, seria consequência de:

1. os elevados compulsórios praticados no Brasil,
2. os custos operacionais altos e
3. as fontes instáveis de *funding*.

O trabalho indica que o BNDES opera com um retorno sobre ativos mais baixo quando comparado aos bancos privados brasileiros — de 0,9% em dezembro de 2013, segundo dados colhidos pelo autor –, mas o faz com uma alavancagem maior para gerar um retorno sobre patrimônio (ou capital) acima de seus pares, isto é, outros Bancos de Desenvolvimento (WB, BID, China BD), de 16,9% em dezembro de 2013.

O retorno sobre o patrimônio de Itaú-Unibanco e Bradesco ficou acima disso no período – em 20,9% e 18%, respectivamente –, mas é alcançado à custa de um retorno sobre ativos bem mais elevado – de 1,9% e 1,6%, respectivamente, no período –, além de uma das menores alavancagens entre os sistemas bancários globais.

Os bancos brasileiros têm os maiores *spreads* do mundo, incluindo altas despesas com empréstimos, para gerar um retorno sobre o patrimônio compatível com o esperado pelos acionistas. Os outros bancos selecionados operam com *spreads* significativamente menores, assim como despesas de empréstimos, e geram um ROE satisfatório. Essa é a grande diferença entre eles.



Como exemplo, Resende cita uma comparação entre sistemas financeiros de Brasil e Austrália que indica que, em abril de 2013, os quatro maiores bancos brasileiros apresentavam ROE entre 12% e 18,5%, diante de um *spread* médio de 10,4%. Na Austrália, o *spread* médio era de apenas 2,6%, com ROE dos quatro maiores entre 9,3% e 16,5%.

Segundo Rezende, como as instituições privadas buscam altos retornos sobre seus ativos de modo a oferecer retornos sobre o capital mais consistentes, tanto os custos dos empréstimos quanto a posição em carteira desses bancos em títulos públicos são elevados. Se os bancos privados decidissem operar com *spreads* baixos, os acionistas teriam que se preparar para receber retornos sobre o capital bem menores.

Em contraposição ao que chama de 'ineficiência' privada, o autor ressalta que o BNDES vem demonstrando forte vantagem competitiva expressa na capacidade de operar com baixos *spreads* em relação aos produtos bancários tradicionais e, ainda assim, gerar um retorno sobre o capital em níveis até mais altos do que o padrão internacional de outros bancos de desenvolvimento. "Muito da discussão se dá no âmbito de que o BNDES tem uma vantagem competitiva em função dos seus custos de captação, mas, na verdade, a vantagem é a capacidade do banco em operar com margens de *spreads* muito baixas."

Para Rezende, o argumento de que taxas de juros de longo prazo bem mais atrativas impedem o desenvolvimento do mercado de capitais, tirando competitividade dos privados, é falacioso. "É a Selic muito alta e volátil que é o problema. Essa volatilidade traz perdas muito grandes para ativos de longo prazo e tem que ser minimizada", diz. Prova disso é que com a subida dos juros, a partir de abril de 2013, puxada pela ameaça de alta das taxas americanas, vários desses bancos privados tinham uma exposição grande em títulos públicos de longo prazo (NTN-B) e perderam com a marcação-a-mercado dos papéis.

Cabe fazer a comparação, dentro desses mesmos critérios, entre os bancos comerciais de varejo brasileiros: os privados nacionais – Itaú e Bradesco – e estrangeiros – Santander e HSBC – e os públicos — BB e Caixa. Dada a baixa capitalização realizada por seu controlador (Tesouro Nacional) e seu alto grau de alavancagem média (30,4), cujos ativos predominantes são financiamentos imobiliários em longo prazo, inclusive os subsidiados, o ROE da Caixa é o maior (26,2%), embora o ROA (0,86%) seja o menor.

Na Tabela 1, destacam-se a queda relativa da carteira de títulos – de 39% para 26% – e o aumento relativo do *market share* da carteira de empréstimos – de 38% para 49% – dos bancos públicos (BB e CEF) entre dezembro de 2009 e dezembro de 2014. No mercado de crédito, os privados nacionais perderam 3 pontos percentuais (pp) e os estrangeiros, 4 pp. Os públicos também ganharam mercado em depósitos totais (7 pp) e aumentaram mais patrimônio líquido (4 pp). Com queda relativa no carregamento de títulos de dívida pública, diminuíram relativamente captações em mercado aberto (3 pp). Com essa atuação anticíclica, o lucro líquido do Banco do Brasil caiu de 26% para 18% do total do setor bancário. Por sua vez, a Caixa elevou o seu de 8% para 11%.

Elevação significativa obtiveram Itaú e o Bradesco, em conjunto, de 41% para 55%. Enquanto isso, o Santander ficou com sua parcela estagnada e o HSBC passou de lucro para prejuízo. Não à toa, foi vendido para o Bradesco em 2015.

Nesta Tabela, destacam-se ainda a elevação da concentração bancária nesses seis bancos, no período 2009-2014, em ativos (de 81% para 83%), créditos (de 82% para 86%), depósitos (de 85% para 87%), e mercado aberto (de 85% para 87%).

Tabela 1 – 6 Maiores Bancos e o Consolidado do Sistema Financeiro Nacional

Instituições	Ativo Total	TVM e Derivativos	Operações de Crédito	Depósitos Total	Captações no Mercado Aberto	Patrimônio Líquido	PR nível 1	Lucro Líquido	Nº de Func.	Nº de Agências	Índice de Basiléia	Índice de Imobilização
Data-base: Dezembro/2014												
BANCO DO BRASIL	21%	11%	25%	25%	21%	15%	18%	18%		24%	16,1	22,2
CAIXA ECONOMICA FEDERAL	17%	15%	23%	23%	12%	6%	12%	11%		15%	16,1	14,4
Subtotal de Bancos Públicos	38%	26%	49%	48%	33%	21%	30%	29%		39%	32,2	36,6
ITAU	18%	17%	15%	17%	23%	22%	19%	31%		17%	16,9	49,1
BRADESCO	14%	16%	12%	11%	23%	18%	15%	24%		20%	16,5	47,3
Subtotal de Bancos Privados Nacionais	32%	33%	28%	28%	45%	40%	35%	55%		37%	33,4	96,4
SANTANDER	10%	12%	8%	8%	8%	13%	12%	4%		11%	17,5	29,4
HSBC	3%	3%	2%	3%	0%	2%	2%	-2%		4%	13,1	25,0
Subtotal de Bancos Privados Estrangeiros	12%	15%	10%	11%	8%	15%	1,3%	2%		1,5%	30,6	54,4
Subtotal dos Top 6 Bancos Comerciais	83%	73%	86%	87%	87%	76%	78%	85%		91%	96,2	187,4
Total Consolidado Bancário I (96 Instituições)	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%		100%		
% de Participação Consolidado Bancário I	83,7	87,7	82,9	94	98,1	82,4	79,9	80,6		99,9		
% Top 6 no Sistema Financeiro Nacional (1565 IF)	69%	68%	67%	81%	81%	62%		60%		91%		

Tabela 1 (cont.) – 6 Maiores Bancos e o Consolidado do Sistema Financeiro Nacional

Instituições	Ativo Total	TVM e Derivativos	Operações de Crédito	Depósitos Total	Captações no Mercado Aberto	Patrimônio Líquido	PR nível 1	Lucro Líquido	Nº de Func.	Nº de Agências	Índice de Basiléia	Índice de Imobilização
Data-base: Dezembro/2009												
BANCO DO BRASIL	23%	19%	26%	27%	26%	13%		26%	22%	25%	14,0	14,6
CAIXA ECONOMICA FEDERAL	11%	21%	12%	14%	10%	5%		8%	19%	10%	17,5	16,6
Subtotal de Bancos Públicos	34%	39%	38%	41%	36%	17%		34%	41%	35%	31,5	31,2
ITAU	19%	13%	17%	16%	22%	18%		24%	19%	23%	17,0	32,9
BRADESCO	14%	10%	14%	14%	19%	15%		17%	14%	17%	17,8	45,7
Subtotal de Bancos Privados Nacionais	34%	23%	31%	30%	41%	33%		41%	33%	40%	34,7	78,6
SANTANDER	11%	11%	11%	9%	6%	23%		4%	9%	11%	33,4	40,0
HSBC	3%	3%	3%	5%	0%	3%		2%	5%	4%	15,7	31,5
Subtotal de Bancos Privados Estrangeiros	14%	14%	14%	14%	6%	25%		5%	14%	16%	49,1	71,5
Subtotal dos Top 6 Bancos Comerciais	81%	76%	82%	85%	83%	76%		81%	88%	91%		
Total Consolidado Bancario I ( 100 Instituições )	100%	100%	100%	100%	100%	100%		100%	100%	100%		
% de Participação Consolidado Bancario I	85	90	82	94	97	82		75	99	100		
% Top 6 no Sistema Financeiro Nacional	69%	68%	67%	81%	81%	62%		60%	87%	91%		

Fonte: Sisbacen - Banco Central do Brasil (elaboração do autor FNC)

Na Tabela 2, o destaque é a elevação substantivamente maior do Resultado Bruto de Intermediação Financeira dos bancos públicos (de 26% para 38%) face à queda dos bancos privados nacionais (de 37% para 25%). E suas despesas pouco subiram.

Tabela 2 – 6 Maiores Bancos e o Consolidado do Sistema Financeiro Nacional

Instituições	Resultado Bruto IF	Outras Receitas Operacionais / Receitas de Prest. Serviços	Rendas de Tarifas Bancárias	Outras Despesas Operacionais	
				Despesas de Pessoal	Outras Desp. Adm.
Data-base: Dezembro/2014					
BANCO DO BRASIL	19%	19%	20%	21%	18%
CAIXA ECONOMICA FEDERAL	18%	22%	10%	20%	11%
Subtotal de Bancos Públicos	38%	41%	31%	42%	30%
ITAU	15%	19%	26%	14%	18%
BRADESCO	10%	12%	20%	14%	15%
Subtotal de Bancos Privados Nacionais	25%	31%	46%	28%	33%
SANTANDER	13%	11%	9%	7%	14%
HSBC	3%	2%	5%	5%	5%
Subtotal de Bancos Privados Estrangeiros	16%	12%	13%	12%	19%
Subtotal dos Top 6 Bancos Comerciais	80%	84%	90%	81%	82%
Total Consolidado Bancário I (96 Instituições)	100%	100%	100%	100%	100%
% de Participação Consolidado Bancário I	77,9	93,8	94,2	92,1	90
% Top 6 no Sistema Financeiro Nacional (1565 IF)	72%	77%	82%	77%	73%
Data-base: Dezembro/2009					
BANCO DO BRASIL	17%	20%	25%	23%	16%
CAIXA ECONOMICA FEDERAL	9%	18%	6%	18%	9%
Subtotal de Bancos Públicos	26%	38%	31%	41%	25%
ITAU	23%	19%	20%	16%	19%
BRADESCO	14%	12%	16%	13%	14%
Subtotal de Bancos Privados Nacionais	37%	31%	36%	29%	33%
SANTANDER	13%	10%	15%	9%	16%
HSBC	4%	3%	4%	3%	5%
Subtotal de Bancos Privados Estrangeiros	17%	13%	19%	13%	22%
Subtotal dos Top 6 Bancos Comerciais	80%	82%	86%	83%	79%
Total Consolidado Bancário I ( 100 Instituições )	100%	100%	100%	100%	100%
% de Participação Consolidado Bancário I	90	94	95	93	92
% Top 6 no Sistema Financeiro Nacional	72%	77%	82%	77%	73%

Fonte: Sisbacen - Banco Central do Brasil (elaboração do autor FNC)

Na Tabela 3, observa-se que todas as carteiras em relação aos ativos se elevaram, enquanto mudou a composição passiva dos bancos públicos, provavelmente com maior repasse de fundos sociais como o FGTS. Considerando-se apenas o 4º. Trimestre, houve queda relativa da rentabilidade patrimonial especialmente do BB e do HSBC. Quanto ao ROA (*Return On Asset*), caíram as lucratividades dos bancos públicos, efeito de sua expansão com a diminuição das taxas de juros, seja da Selic, seja de empréstimos. Destaca-se também a maior alavancagem financeira da Caixa, em função de sua menor capitalização, em relação aos demais bancos. Embora tenha maior 'número de funcionários por agência' – na realidade, executando políticas públicas na Matriz em Brasília –, a Caixa conseguiu cobertura das despesas de pessoal com receita de prestação de serviços com 91% em 2009 e 84% em 2014. Seu Índice de Eficiência (relação entre despesas e receitas) permaneceu em torno de 75%, enquanto o do Banco do Brasil deteriorou-se, pois se elevou de 66% para 87%. Piora significativa em eficiência também tiveram o Itaú (de 53% para 74%) e o Bradesco (de 62% para 105%), mas o caso mais gritante é o do estrangeiro HSBC (de 80% para 150%), ou seja, foi falseado mais uma vez o mito da eficiência dos estrangeiros.

Tabela 3 – 6 Maiores Bancos e o Consolidado do Sistema Financeiro Nacional

Instituições	Carteiras (TVM+OC) / Ativo	Recursos de Terceiros (Dep. + Capt. Merc. Ab.) / Passivo Total	Rentabilidade Patrimonial 4º. Trimestre	Retorno (4o. T) / Ativo ROA	Alavancagem Ativo / Capital AT / KT	Func. / Agência	Índice de Basiléia	Índice de imobilização	Índice de Eficiência DT / RT	Índice de Cobertura RPS / DP
Data-base: Dezembro/2014										
BANCO DO BRASIL	58%	59%	8%	0,4%	8,3		16,1	22,2	-87%	-73%
CAIXA ECONOMICA FEDERAL	72%	56%	14%	0,3%	12,5		16,1	14,4	-75%	-84%
Subtotal de Bancos Públicos	64%	57%	10%	0,4%	9,7				-81%	-79%
ITAU	52%	58%	10%	0,9%	5,6		16,9	49,1	-74%	-113%
BRADESCO	55%	61%	10%	0,9%	5,6		16,5	47,3	-105%	-69%
Subtotal de Bancos Privados Nacionais	54%	59%	10%	0,9%	5,6				-87%	-91%
SANTANDER	57%	44%	2%	0,2%	5,1		17,5	29,4	-78%	-118%
HSBC	51%	38%	-5%	-0,3%	9,2		13,1	25,0	-150%	-29%

Tabela 3 – 6 Maiores Bancos e o Consolidado do Sistema Financeiro Nacional

Instituições	Carteiras (TVM+OC) / Ativo	Recursos de Terceiros (Dep. + Capt. Merc. Ab.) / Passivo Total	Rentabilidade Patrimonial 4º Trimestre	Retorno (4o. T) / Ativo ROA	Alavancagem Ativo / Capital AT / KT	Func. / Agência	Índice de Basileia	Índice de imobilização	Índice de Eficiência DT / RT	Índice de Cobertura RPS / DP
Data-base: Dezembro/2014										
Subtotal de Bancos Privados Estrangeiros	56%	42%	1%	0,1%	5,7				-91%	-84%
Subtotal dos Top 6 Bancos Comerciais	59%	56%	8%	0,6%	7,0				-85%	-83%
Total Consolidado Bancário I (96 Instituições)	59%	53%	7%	0,5%	6,5				-87%	-80%
Total do Sistema Financeiro Nacional (1565 IF)	58%	46%	7%	0,6%					-81%	-79%
Data-base: Dezembro/2009					6,3					
BANCO DO BRASIL	56%	72%	17%	0,9%		25	14,0	14,6	-66%	-79%
CAIXA ECONOMICA FEDERAL	71%	72%	14%	0,5%		51	17,5	16,6	-74%	-91%
Subtotal de Bancos Públicos	61%	72%	16%	0,8%		33			-69%	-84%
ITAU	43%	57%	11%	0,9%		23	17,0	32,9	-53%	-105%
BRDESCO	47%	65%	10%	0,9%		23	17,8	45,7	-62%	-82%
Subtotal de Bancos Privados Nacionais	45%	61%	10%	0,9%		23			-56%	-95%
SANTANDER	53%	44%	1%	0,2%		22	33,4	40,0	-68%	-100%
HSBC	49%	68%	6%	0,4%		31	15,7	31,5	-80%	-79%
Subtotal de Bancos Privados Estrangeiros	52%	50%	2%	0,3%		25			-71%	-94%
Subtotal dos Top 6 Bancos Comerciais	53%	63%	9%	0,8%		27			-64%	-90%
Total Consolidado Bancário I ( 100 Instituições )	54%	61%	8%	0,8%		28			-64%	-91%
Total do Sistema Financeiro Nacional	54%	54%	9%	0,9%		28			-63%	-90%

Fonte: Sisbacen - Banco Central do Brasil (elaboração do autor FNC)



## **Modus Operandi e Perspectivas do Sistema Bancário Brasileiro**

O Brasil dos bancos não pode ser apenas o Brasil dos brancos! Esta talvez seja a grande lição da história bancária brasileira: todo banco que se volta, exclusivamente, ao atendimento da 'elite branca' torna sua presença insignificante, para o povo brasileiro, embora o banqueiro possa ser muito bem-sucedido em termos pessoais, principalmente, vendendo seu banco para estrangeiros. Embranquece, enriquece, desaparece... da construção da nação!

Essa foi a *história dos bancos estrangeiros*, especialmente, a dos norte-americanos aqui. Acompanhando apenas seus clientes, sejam grandes corporações, seja a colônia de imigrantes oriundos de seus países, restringiram-se aos negócios com câmbio, remessas de dinheiro e/ou financiamento do comércio externo. Não atenderam às atividades internas nem ao povo brasileiro. Exceto o Santander, oriundo da Espanha, que adquiriu o Banespa (banco governamental do Estado de São Paulo), os demais bancos estrangeiros têm baixa participação no mercado brasileiro de varejo bancário.

*Os grandes bancos brasileiros, pelo contrário, colaram suas estratégias comerciais aos rumos recentes do País.* Perceberam a necessidade de investir em automação bancária para atender em massa. Seus gastos em Tecnologia de Informações (TI) representavam 10,4% de seus gastos totais. Os gastos em tecnologia bancária tornaram-se crescentes de R\$ 12,6 bilhões em 2008 para R\$ 21,6 bilhões em 2014.

Segundo a Pesquisa FEBRABAN de Tecnologia Bancária, no Brasil, gastos com TI das instituições financeiras representavam 18% da totalidade das indústrias do país em 2014. Era o setor de atividade que mais investia em TI no País, acumulando ao longo do tempo o total de US\$ 59 bilhões. Aquele percentual de investimento estava em linha com os principais países desenvolvidos e emergentes. Do total de US\$ 351 bilhões gastos em TI na indústria de serviços financeiros, globalmente, em 2014, o Brasil representou US\$ 11,9 bilhões, equivalente a R\$ 27,3 bilhões.

O acesso popular ao sistema de pagamentos com moeda bancária só se viabilizou pelo avanço tecnológico da indústria bancária brasileira. O barateamento do atendimento através de cartões eletrônicos, devido à automação bancária, possibilitou ampliar o acesso de clientes pobres. Enquanto uma transação na agência custava ao banco US\$ 1,07, no telefone saía por US\$ 0,54, nas máquinas de autoatendimento, US\$ 0,27, no home banking a US\$ 0,15 e na internet por apenas US\$ 0,10. Em média, cada uma das mais de 39 bilhões de transações bancárias, realizadas em 2013, custou R\$ 0,23. Em 2009, o custo médio das 24 bilhões de transações era de R\$ 0,31, ou seja, houve uma queda de 25% nesse custo.

Segundo a FEBRABAN, existiam 108 milhões de contas correntes ativos em 2014. Comparando-se o número total de CPFs cadastrados (133,7 milhões de CPFs com relacionamentos ativos), divulgado pelo CCS (Cadastro de Clientes do Sistema Financeiro Nacional) do BCB, com a População Economicamente Ativa (PEA) brasileira, a 'bancarização' no País elevou-se de 51% em 2010 a 60% em 2014.

Não parecem ser verdadeiros os números da base de clientes divulgados pelos grandes bancos. Somando suas contas correntes (Itaú, 26 milhões; Bradesco, 26,4 milhões; Caixa, 20,8 milhões; Banco do Brasil, 36,1 milhões), atinge-se 109,3 milhões. Porém, somando-se as bases de clientes, só do Bradesco (74,1 milhões), da Caixa (62 milhões) e do BB (56 milhões), ultrapassam 242,5 milhões, ou seja, mais do que toda a população brasileira de 204,5 milhões em julho de 2015.

Os meios de pagamentos eletrônicos são estratégicos para banco, pois quanto mais comum for seu uso por parte dos seus correntistas, menores serão os saques em papel-moeda e maior será o multiplicador monetário. Reter seus depósitos à vista, via fidelização de seus clientes ao uso de cartões e/ou internet banking, passou a ser estratégia fundamental dos bancos. Se a cadeia comercial entre compradores e vendedores se constituir entre os próprios clientes, não haverá vazamento de recursos de seu sistema de fluxos eletrônicos, e o multiplicador monetário torna-se endógeno.

O total de cartões apresenta crescimento importante de 2010 a 2014 (9% a.a.), estimando-se entre 880 e 910 milhões neste último ano. Os cartões de crédito, débito e lojistas despontam como meio de pagamento altamente utilizado. De forma geral, os gastos em cartão no Brasil estão crescendo ao longo dos últimos anos: de 23% em 2011 para 31% do total de gastos em 2014. O Brasil está a frente de países como Suíça, Alemanha, Itália e México no percentual de gastos em cartões face o consumo familiar. No entanto, ainda existe espaço importante a ser capturado por este canal se considerado o uso em países desenvolvidos como 48% nos Estados Unidos, 51% no Reino Unido e 56% no Canadá.

Uma inovação financeira recente é que grandes empresas não-financeiras emitem títulos de dívida direta (debêntures e notas promissórias) com longo prazo de vencimento, cujos lançamentos são operações estruturadas por bancos que oferecem 'garantia firme' de colocação junto aos investidores e/ou na própria carteira de ativos. Bancos emitem como passivos dessas operações as Letras Financeiras (Subordinadas ou não), com dois ou cinco anos para vencimento, que segregam em 'administração de recursos de terceiros', isto é, nos fundos de investimentos. Os investidores desses fundos, devido à baixa taxa de juros de referência, em termos reais, estão agora dispostos a assumir maior risco, diversificando entre o risco privado e o risco soberano, com a finalidade de aumentar o retorno financeiro.

As captações, em geral, têm características de taxas, prazo e liquidez bastante distintas das apresentadas pelos empréstimos concedidos. Ao produzirem esse descasamento entre os fluxos de caixa dos passivos e dos ativos, os bancos expõem-se ao risco de variação de taxa de juros. O risco de refinanciamento ocorre também quando capta-se recursos por meio de depósitos a taxas flutuantes (pós), sujeitas a frequentes ajustes, e se empresta com taxas prefixadas (ou vice-versa). O valor de mercado de qualquer ativo é igual aos seus fluxos futuros de caixa descontados, isto é, trazidos para seu valor atual. O aumento da taxa de juros básica eleva a taxa de desconto aplicável a esses fluxos de caixa e reduz o valor de mercado do ativo.

Somente com o casamento das durações médias de seus ativos e passivos, ou seja, levando em conta o momento exato de ocorrência de fluxos de entrada ou saída de caixa, poderia o banco proteger-se contra o risco de variação de taxa de juros. Como isso não ocorre, na realidade, ele precifica todos os riscos, inclusive o da inadimplência, e os repassa para os devedores adimplentes. 'Os justos (adimplentes) pagam pelos pecadores (inadimplentes)'... E o crédito fica caro.

Outro componente importante dos *spreads*, que não depende dos bancos, são os impostos diretos e indiretos e demais encargos fiscais e parafiscais, tais como o custo do compulsório, dos subsídios e do direcionamento de crédito. Esses custos no Brasil são mais altos do que a média internacional e, em conjunto, representam cerca de 25% na composição dos *spreads*. Já os custos administrativos assumidos pelos bancos, que representam 12% dos *spreads*, são outro fator que poderia estar mais controlado pelos bancos, por exemplo, o excessivo custo da publicidade repassado para o devedor. É possível diminuir o custo do crédito no Brasil.

*A história do crédito rural* no País é relativamente fácil de se examinar. Considerando-o deflacionado, ele se elevou de 1969 a 1979, pois foi amplamente subsidiado com custo abaixo da correção monetária. Entretanto, foi parcamente fiscalizado. Houve desvio para compra de terras, elevando a concentração fundiária, e aplicações no mercado financeiro, aumentando a concentração de riqueza. Com a crise final do regime militar e a reestruturação das finanças públicas, inclusive com o fim da Conta de Movimento entre o Banco do Brasil e o Banco Central do Brasil, ele declinou até o primeiro ano do segundo mandato do Governo FHC. Em aparente paradoxo, o PIB agrícola se elevou durante todo esse período de queda, demonstrando que não havia correlação entre as duas séries – e muito menos causalidade.

As fontes de recursos para o crédito rural se alteraram. Os recursos obrigatórios (alíquota de 34% dos depósitos a vista com remuneração de 5,5% aa) que atingiam cerca da metade entre 2006 e 2011, em 2012 baixaram para 34% em contrapartida da alta da participação dos depósitos de poupança rural (de 18,7% para 31,8%) no mesmo período. Fundos constitucionais (FCO, FNE, FINOR) giraram em torno de 8%, enquanto o BNDES apoia, crescentemente, atingindo 9,9%. O fato é que pouco se usa de recursos livres para financiar o agronegócio – menos de 5% – em que pese o Brasil ter se tornado 'o celeiro do mundo'. Bancos privados só emprestam obrigados.

No Brasil, o subsídio está, basicamente, no crédito agrícola. Este possui taxa de juros não só abaixo da taxa de referência do mercado de dinheiro, como também seu custo chega a ser inferior às variações do índice geral de preços. Dessa forma, há a tradição histórica dos produtores adotarem a 'regra do terço' em seus financiamentos: 1/3 com recursos próprios, 1/3 em crédito comercial dos fornecedores de insumos e maquinarias e 1/3 em crédito bancário.

O subsídio agrícola ao crédito rural no Brasil é relativamente diminuto face às experiências de outros países, sendo equivalente de 3 a 4% da renda agrícola. Nos

Estados Unidos, atinge 18%. Na Europa, chega a 34% dessa renda. Lá o Estado chega a subsidiar até 90% não é no crédito, mas sim no prêmio do seguro rural.

A adoção de política preventiva, seja via seguro rural, seja via instrumentos de hedge no mercado de derivativos, para a agrobusiness exportador, seria o caminho para se evitar os recorrentes perdões das dívidas propostos pela ‘bancada ruralista’. Em dezembro de 2003, foi implantada nova legislação referente a esse seguro, cujo objetivo principal é garantir 70% da renda em caso de sinistro climático. O Banco do Brasil já condiciona o financiamento de custeio à aquisição do seguro.

O governo brasileiro pretende adotar mecanismos capazes de assegurar a convergência entre o valor do prêmio que o produtor pode pagar e o que a seguradora julga economicamente viável. Assim, os riscos climáticos e sanitários seriam mitigados com o seguro rural e os riscos de mercado, com o mercado formal de derivativos agropecuários em operações de hedge. As transações com derivativos envolveriam instrumentos contratuais de venda antecipada e proteção contra variações cambiais. Tratar-se-ia de transição histórica: da Economia de Endividamento, via BB, para Economia de Mercado de Capitais, via seguradoras ou BM&F.

Também a *história do financiamento imobiliário no Brasil* pode ser sintetizada. No final do regime militar (1979-1982), com a prefixação da correção monetária e o choque cambial (maxidesvalorização da moeda nacional) e consequente choque inflacionário, sob o comando do Delfim Netto, provocou-se, inicialmente, o aumento da contratação, e, posteriormente, a inadimplência dos mutuários. O período 1983-1986 foi ‘a crise do sub-prime brasileira’, inclusive com a quebra do BNH e a criação do FCVS (Fundo de Compensação da Variação Salarial), dívida pública que só será resgatada em 2027. A gestão da massa de inadimplência manteve-se até 2001 (com sua transferência para a EMGEA) sem expansão significativa do crédito imobiliário, exceto a derivada do ‘Margaridaço’, a alta artificial da concessão de crédito habitacional sem avaliação de risco, realizada em 1991, por imposição autoritária da Ministra da Habitação do Governo Collor, Margarida Procópio. A sociedade brasileira ficou, praticamente, 20 anos (1983-2003) sem acesso fácil ao crédito imobiliário.

A Caixa não concedia crédito imobiliário com recursos dos depósitos de poupança desde 1992, pois estava ‘sobreaplicada’ acima de 65% da exigibilidade. A partir de 2005, sua alta administração tomou a decisão de transferir esses recursos, até então aplicados em Tesouraria, de volta ao financiamento do SBPE. A VIURB, Vice-presidência de Desenvolvimento Urbano, foi mudada em abril de 2005. Desde então, houve um *re-evolução* no crédito imobiliário no Brasil, acentuada pelo programa social MCMV que contratou, até 2013, 3.316.430 unidades habitacionais, 1.857.815 sendo construídas e 1.614.820 já entregues.

O crédito imobiliário tornou-se o que crescia mais rapidamente entre todas as modalidades de financiamentos. Sua participação no PIB, mesmo subestimada pelo Banco Central, em 2013, atingiu 8,2%, certamente alcançará 12% até o final da década. Porém, será ainda um patamar bem inferior ao dos países que passaram por ‘bolha

imobiliária, como Estados Unidos (68,8%) e Espanha. Nesses, fizeram securitização do crédito imobiliário.

Há vantagens de emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI):

1. realização de lucro antecipada;
2. redução dos riscos pela transferência para companhias securitizadoras e, daí, para investidores institucionais (fundos de pensão); e
3. ganho de liquidez com a maior rotação de capital para a concessão de novo crédito.

Finalmente, vale citar a área estratégica de negócio bancário relacionada à mobilidade social, pois a Classe Média (C) passou de 38%, em 2002, para 55,3%, em 2012, e as Classes AB passaram de 7,4% para 11,7%. Cerca de 104 milhões de pessoas pertencem a Classe Média, cujo limite inferior de renda é R\$ 291 per capita. Ela tem hoje 37 milhões de pessoas a mais do que tinha há uma década.

Com isso, o País passou a ter cerca de 3,5 milhões de vendas anuais de automóveis (e se aproximou de 2 milhões de vendas anuais de motos). O índice de habitantes por veículo (5,7) ainda é relativamente alto. O financiamento a veículo está estacionado em torno de 7% do saldo total de crédito. O País tem o 4º. maior mercado de automóveis do mundo em vendas, embora seja o 7º. maior produtor. Da sua frota de 40,8 milhões de veículos somente 30% é segurada. Portanto, tanto em financiamento, como em vendas de seguros, esta área automobilística possui uma perspectiva de negócios bancários promissora no Brasil.

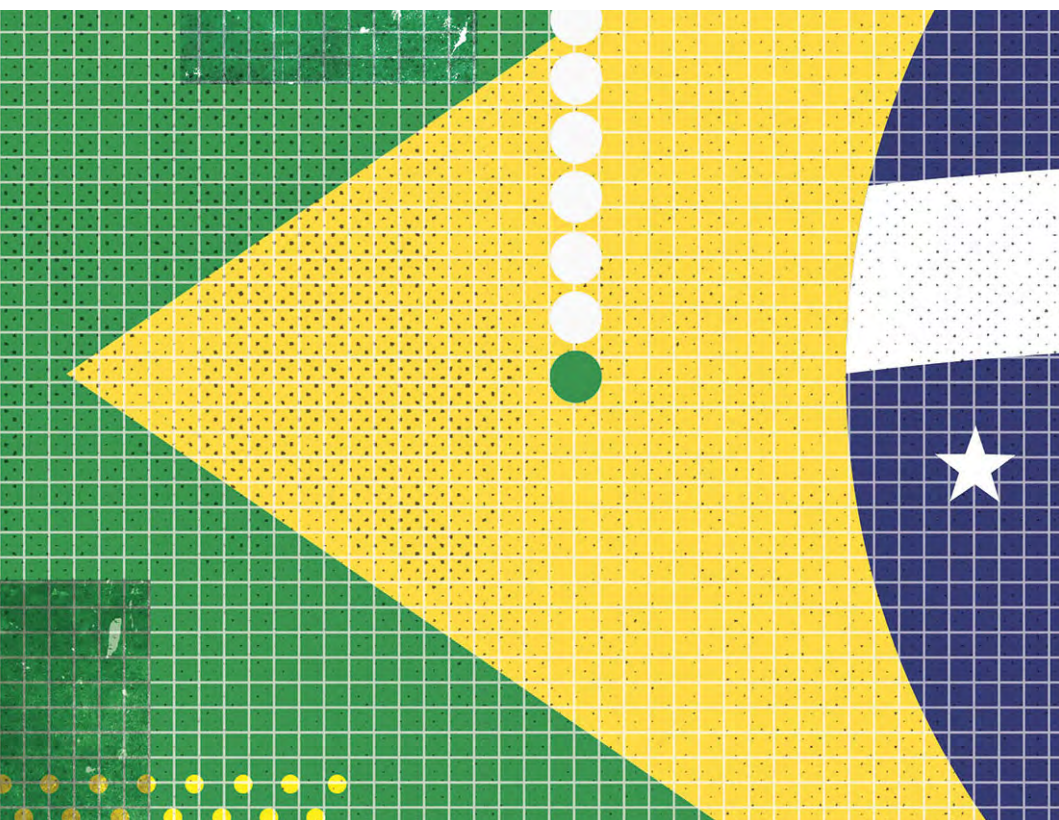
Cabe, por fim, registrar que embora o País tivesse o 7º. maior PIB no ranking mundial de 2013, na relação prêmios de seguro / PIB (3,7%) ele ficou em 13º. lugar com apenas 1,88% do mercado global. Havia apenas 10% das residências seguradas, planos de saúde cobriam 24% da população e planos odontológicos, 8%. Como 29,7% será a parcela de idosos na população brasileira, em 2050, haverá imensa janela de oportunidade histórica aberta para os negócios bancários nas áreas de seguros, previdência complementar e crédito consignado para aposentados. O crédito educativo, assumido como consignado, isto é, descontado na folha de pagamento no primeiro emprego do graduado, será outra oportunidade.

Em breve, o País se tornará exportador de petróleo extraído sob o pré-sal. Seu Fundo Social de Riqueza Soberana investirá 75% em Educação e 25% em Saúde. Provavelmente, a qualidade de vida do povo brasileiro melhorará muito. E junto com ela, a perspectiva de negócios bancários para todos os bancos, inclusive os públicos que contribuem para esse desenvolvimento socioeconômico.

## Conclusão

Constatamos uma série de *virtudes* dos bancos públicos brasileiros:

1. *corrigir falhas de mercado*: realocar recursos para regiões (Norte/Nordeste) e/ou setores (agricultura, habitação, infraestrutura) prioritários, mas não tão lucrativos e atraentes para iniciativas particulares;
2. *captar recursos no mercado*, complementando recursos fiscais escassos;
3. *carregar títulos de dívida pública*, dando ao governo certa autonomia em relação aos bancos privados;
4. *obter lucros para pagar dividendos ao Tesouro Nacional*, elevando o superávit primário;
5. *compensar eventuais perdas*, no cumprimento de missão social, com ganhos na ação comercial;
6. *executar políticas públicas*, por exemplo, com correspondentes bancários, crédito consignado, contas simplificadas, programas de habitação de interesse social, programa de apoio à agricultura familiar, etc., usando fundos sociais, ou seja, evitando lucros privados com dinheiro público.





Essas virtudes não escondem os *defeitos* contumazes nas direções dos bancos públicos:

1. *corporativismo*, quando há a defesa exclusiva dos próprios interesses profissionais por parte da categoria funcional, ou seja, espírito de corpo ou de grupo e não espírito público;
2. *apadrinhamento político*, isto é, o favorecimento ou a proteção de alguns servidores ou a indicação de dirigentes por parte de parlamentares, governadores, ministros, etc.;
3. *ineficiência*, embora não seja problema exclusivo, eles são muito carentes da característica de conseguir o melhor rendimento com o mínimo de erros e/ou de dispêndio de energia, tempo, dinheiro ou meios;
4. *a lei da licitação provoca a 'síndrome do TCU' entre seus servidores*, levando à fuga da responsabilidade individual para a diluição das responsabilidades em inúmeros comitês e pareceres e provocando a morosidade das decisões;
5. *a exigência de concursos públicos*, que provoca a dificuldade de contratar especialistas com nível de excelência e qualificação profissional da concorrência;
6. *o excesso de 'mercadologia'*, isto é, ideologia mimética em relação aos concorrentes privados, inclusive gastando excessivamente em *marketing* convencional.

Concluo sugerindo que talvez a solução para o problema de interferência política na escolha de dirigentes nos bancos públicos, inclusive para os do Banco Central do Brasil, esteja na exigência, para todos os candidatos, de formação em uma Escola Superior de Administração Bancária (ESAB), ou seja, uma pós-graduação de excelência à semelhança do Instituto Rio Branco do Itamaraty ou da ESAF – Escola Superior de Administração Fazendária. Se tanto servidores públicos concursados quanto profissionais interessados na carreira fossem obrigados a ter cumprido essa obrigação, previamente a qualquer indicação governamental, a qualificação seria superior.



## Bibliografia

- ANDRADE, ROGÉRIO PEREIRA DE; DEOS, SIMONE DE** (2009). *A trajetória do Banco do Brasil no período recente, 2001-2006: banco público ou banco estatal 'privado'?* Revista de Economia Contemporânea, Abr 2009, vol.13, no.1, p.47-79.
- ARAÚJO, ELDER LINTON ALVES DE**. *Os bancos públicos frente ao processo de privatização e internacionalização bancária no Brasil nos anos 90*. Campinas, Dissertação de Mestrado pelo IE-UNICAMP, 2001. 90 p.
- BANCO DO BRASIL**. *História do Banco do Brasil*. Distrito Federal, Coordenadoria de Comunicação Social do Gabinete da Presidência e Agência Brasileira de Comunicações: Ítalo Bianchi Publicitários Associados Ltda., 1987.
- COSTA, FERNANDO NOGUEIRA DA**. 'Contra-Racionamento de crédito: do raro e caro ao farto e barato'. In: MENDONÇA, A. R. R. & ANDRADE, R. P. (org.). *Regulação Bancária e Dinâmica Financeira: Evolução e Perspectivas a partir dos Acordos de Basileia*. Campinas, Editora do IE-UNICAMP, 2006. pp. 445-476.
- COSTA, FERNANDO NOGUEIRA DA**. *Bancos e Crédito no Brasil: 1945-2007*. História e Economia. São Paulo, Revista da BBS, v. 4, p. 249-276, 2008.
- COSTA, FERNANDO NOGUEIRA DA**. *Agenda Neoliberal: Privatizar Bancos Públicos*. Revista de Economia da Mackenzie. São Paulo, v. 7, p. 4-30, 2009.
- COSTA, FERNANDO NOGUEIRA DA**. *Banco do Brasil 200 Anos: 1964-2008. História do Banco do Brasil*. Livro 2. Belo Horizonte: Diretoria de Marketing e Comunicação do Banco do Brasil - Del Rey, Fazenda Comunicação & Marketing, 2010. 224 páginas.
- COSTA, FERNANDO NOGUEIRA DA** (2012). *Brasil dos Bancos*. São Paulo, EDUSP.
- COSTA, FERNANDO NOGUEIRA DA**. *Capitalismo de Estado Neocorporativista*. Campinas - SP: Instituto de Economia da UNICAMP, julho de 2012 (Texto de Discussão 207).
- COSTA, FERNANDO NOGUEIRA DA e PINTO, GABRIEL MUSSO DE ALMEIDA**. *Impactos da Pressão para Concorrência Bancária no Mercado de Crédito Brasileiro*. Campinas - SP: IE-UNICAMP, fevereiro de 2013 (Texto de Discussão 215).
- COSTA, FERNANDO NOGUEIRA DA**. *Financiamento Interno de Longo Prazo*. in Calixtre, A., Biancarelli, A. e Cintra, M. A. M. (ed.). *Presente e Futuro do Desenvolvimento Brasileiro*. Brasília; IPEA; 2014. Capítulo 8.
- DEOS, SIMONE & MENDONÇA, ANA ROSA R. DE** (2010). 'Uma proposta de delimitação conceitual dos bancos públicos'. in Jayme Jr., F.G. ; Crocco, M. (Orgs.) *Bancos Públicos e Desenvolvimento*. Distrito Federal, IPEA; pp. 49-72.
- DE PAULA, LUIZ FERNANDO & OREIRO, JOSÉ LUÍS (org.)**. *Sistema Financeiro: uma Análise do Setor Bancário Brasileiro*. Rio de Janeiro, Elsevier-Campus, 2007.
- METTENHEIN, KURT**. (2010), Para uma Análise Transdisciplinar dos Bancos Públicos Federais na Democracia Brasileira, in Jayme Jr., F.G. ; Crocco, M. (Orgs.). *Bancos Públicos e Desenvolvimento*. Distrito Federal, IPEA; pp. 105-150.
- MONTEBELLO, SILVIA CAMARGO**. *BB: Banco do Brasil ou do Governo? Dilema Histórico de uma Instituição (1808-1988)*. SP, Dissertação de Mestrado pela PUC-SP, 1993. 154 p.
- REZENDE, FELIPE**. *Why Does Brazil's Banking Sector Need Public Banks? What Should Brndes Do?* The Multidisciplinary Institute for Development and Strategy (MINDS); Discussion Paper No 1; 2015.
- RODRIGUES, LEA CARVALHO**. *Metáforas do Brasil: demissões voluntárias, crise e rupturas do Banco do Brasil*. SP, Annablume/FAPESP, 2004. 390 p.

**TORRES FO., ERNANI TEIXEIRA & COSTA, FERNANDO NOGUEIRA DA.** *Financiamento de longo prazo no Brasil: um mercado em transformação.* Texto para discussão 1843 / Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.- Brasília : Rio de Janeiro : Ipea, junho de 2013. 49 páginas - ISSN 1415-4765

**TORRES FILHO, ERNANI TEIXEIRA & COSTA, FERNANDO NOGUEIRA DA.** *BNDES e o Financiamento do Desenvolvimento.* Economia & Sociedade. V. 21. Número Especial, p. 975-1009, dez. 2012.

**VIDOTTO, CARLOS AUGUSTO.** *Banco do Brasil. Crise de uma Empresa Estatal do Setor Financeiro (1964-92),* Campinas (SP), Dissertação de Mestrado, IE-Unicamp, 1995. 258 p.

**VIDOTTO, CARLOS AUGUSTO.** *O sistema financeiro brasileiro nos anos 90: um balanço das mudanças estruturais.* Campinas, Tese de Doutorado pelo IE-UNICAMP, 2002.





# A desaceleração chinesa e o “Novo Normal”: implicações estruturais para a economia e o setor financeiro doméstico

*The Chinese slowdown and the “New Normal”: structural implications for the economy and the domestic financial sector*

\* Rafael Shoenmann de Moura

## Resumo

Após décadas de crescimento econômico robusto, facultando crescente proeminência geopolítica no sistema interestatal capitalista, a China dá sinais de desaceleração em meio a profundas mudanças e incertezas em seu regime produtivo. Conforme a estratégia de desenvolvimento prévia, com forte participação dos investimentos e do desempenho exportador, parece esgotar-se, um novo cenário se desenha, com distintas oportunidades e riscos. Assim, mediante dados empíricos e literatura pertinente, este trabalho fará uma reflexão conjuntural sobre o paradigma do “Novo Normal” e seus desdobramentos para a trajetória futura da potência asiática, problematizando possíveis transformações na interlocução entre instituições de Estado e de mercado, principalmente no setor financeiro.

Palavras-chave: China; “Novo Normal”; Instituições; Sistema Financeiro; Desenvolvimento Econômico.

## Abstract

After decades of robust economic growth, providing increased geopolitical prominence in the capitalist interstate system, China shows signs of slowing down amid deep changes and uncertainties in its productive regime. As the previous development strategy, with strong participation of investment and export performance, seems to run out, a new scenario is drawn, with distinctive opportunities and risks. Thus, through empirical data and relevant literature, this work aims a conjunctural reflection on the paradigm of the “New Normal” and its impact on the future trajectory of the Asian power, discussing possible changes in the dialogue between State and market institutions, especially in the financial sector.

Keywords: China; “New Normal”; Institutions; Financial System; Economic Development.

\* Doutorando pelo Programa de Pós-Graduação em Ciência Política do Instituto de Estudos Sociais e Políticos (IESP-UERJ). Mestre em Ciência Política pela mesma instituição. Pesquisador vinculado ao Núcleo de Estudos do Empresariado, Instituições e Capitalismo (NEIC) e ao INCT/PPED. Membro do corpo editorial do periódico eletrônico “Revista Ponto de Vista: Perspectivas sobre o Desenvolvimento”. Estuda principalmente as temáticas de variedades de capitalismo; economia política chinesa; relações Estado-mercado e globalização. Email: rafaelmoura5028@gmail.com.



## Introdução

O presente artigo apresenta uma reflexão acerca da variedade chinesa de capitalismo e o papel estrutural nela ocupado pelas finanças, dentro de uma economia política internacional pré e pós-crise. Através de uma interpretação qualitativa de dados empíricos, serão problematizadas as relações entre Estado e mercado, e entre setor público e privado no país asiático, elucidando para onde apontam as reestruturações recentes, em meio a um turbulento cenário tanto no âmbito doméstico quanto sistêmico.

A hipótese geral aqui tratada é que a organização do sistema financeiro chinês, de cunho mais fechado e com maior ingerência estatal vis-à-vis outras nações capitalistas avançadas, foi um pilar importante para a sustentação da economia política pós-reformas, na medida em que blindou o gigante asiático das turbulências e choques adversos da globalização e da volatilidade dos mercados externos. Conforme se dava uma crescente integração chinesa no sistema mundial, diversos atores passaram a nutrir expectativas de que o País do Meio pudesse executar mudanças neste sistema em vigor, conferindo maior rol aos investidores privados e ao mercado enquanto lócus de financiamento e alocação de recursos. No entanto, diante das dificuldades imanentes à “segunda” transição de modelo suscitada pela desaceleração econômica, requerendo fundamentos mais voltados para o consumo doméstico e o setor de serviços, é presumível uma maior cautela dos governantes da China quanto à liberalização dos mercados de capitais, na medida em que a estabilidade social interna representa um eixo norteador mais imediato do que quaisquer outros objetivos estratégicos.

O delineamento obedecerá esta ordem: a primeira seção buscará reconstituir breve e historicamente os traços do regime produtivo chinês pós-transição, detendo-se nos contornos gerais e peculiaridades das reformas de mercado postas em curso por Deng Xiaoping e continuadas por Jiang Zemin, Hu Jintao e Xi Jinping, pontuando as mais importantes nuances dentre as políticas econômicas perseguidas pelos gestores nacionais. A segunda seção, por sua vez, esmiuçarà em detalhes o papel alocador exercido pelas principais instituições componentes do sistema financeiro dentro do processo de acumulação de capital, tratando de suas consequências para os arranjos sociais domésticos. Na terceira, será discutido e problematizado o “Novo Normal”, arquétipo que se coloca para as autoridades e *policymakers* chineses, na medida em que o país passa por uma desaceleração econômica, resultado direto tanto de suas próprias contradições internas quanto dos efeitos ocasionados pela crise do *subprime* estadunidense de 2008. As considerações finais, fechando o trabalho, tangem às modificações almejadas pelos gestores do Partido Comunista Chinês (PCC) dentro de tal paradigma mencionado, com olhar detido na adaptação do mercado financeiro e de capitais ao novo cenário, de modo a não obstaculizar uma redesenhada estratégia de desenvolvimento.

## A Economia Política Chinesa: elementos do regime produtivo pós-reformas

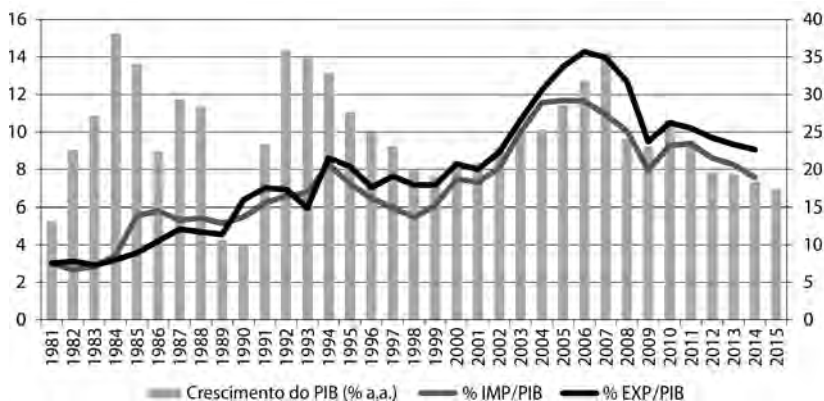
A partir das reformas institucionais anunciadas pelo líder Deng Xiaoping em 1978, a China adentra em uma nova fase histórica de desenvolvimento, reorientando a economia maoísta planificada para um modelo capitalista de forte intervencionismo do Estado, modificando seu próprio ordenamento produtivo. Com considerável pragmatismo, engendra um processo transicional gradualista rumo a uma maior abertura, condicionando mutuamente a dinâmica doméstica e os fatores internacionais (Amsden *et al.*, 1996; Medeiros, 1999; McNally, 2008). Somado a isto, objetivando um *catch-up* industrial com relação aos países avançados, o governo adota uma estratégia híbrida de arranjos políticos e sociais, mesclando elementos de estatismo e liberalismo, fora além da absorção de diversas influências globais<sup>1</sup>; tudo com experimentações e flexibilidade. Este conjunto de fatores, no decorrer dos anos, teve êxito em render um considerável avanço tecnológico<sup>2</sup>, situando o caso chinês para além dos meros debates dicotômicos, representando um *mix* dinâmico e simbiótico entre Estado planejador e um modelo liberal (Amsden *et al.*, 1996: p.276; McNally, 2014: p.78).

A exuberante trajetória de crescimento econômico do país (média de quase 10% a.a., conforme o gráfico 1) foi puxada, em larga medida, pelos ganhos de produtividade na indústria; muito embora, nos anos iniciais das reformas, a expansão do setor primário tenha tido maior destaque (Amsden *et al.*, 1996: p.274). Isto guarda relação direta com as profundas mudanças estruturais operando na composição do emprego e na veloz urbanização do campo naquele momento, concomitante ao expansionismo rural não-agrícola pautado nas Empresas dos Municípios e Vilas (EMV). É somente a partir de 1983 que passa a haver efetivamente protagonismo da indústria leve voltada para bens de consumo, em meio a alterações no padrão aquisitivo populacional<sup>3</sup>. Também deve ser destacado, tendo por referência exclusiva a década de 1980, a elevação do montante de investimentos brutos para formação de capital (em torno de 30% do PIB em média, conforme o gráfico 2), liderados majoritariamente pelas empresas estatais que compunham mais de 65% do valor total, seguidas das EMV (de caráter organizacional coletivo) e do setor privado. Essas estatais, em sua maioria, atuavam para expandir a capacidade produtiva industrial, particularmente na oferta de energia. As exportações também começavam a demonstrar dinamismo: tratava-se do começo de uma resposta à própria escala de abertura chinesa, à sua taxa de câmbio favorável e aos arranjos institucionais mais liberais e flexíveis das áreas de processamento instaladas nas Zonas Econômicas Especiais – ZEE (Medeiros, 1999: p.96-7).

Já no início da década de 1990, tornava-se cada vez mais imperativo para o Partido-Estado renovar o processo reformista, visando construir o alardeado ideal de "socialismo de mercado". Esse ímpeto se justificava pelas turbulências dos anos progressos, incluindo o episódio das manifestações estudantis de Tiananmen (1989), que havia deteriorado a imagem do país na comunidade internacional; e os receios

de erosão da ordem política ocasionados pelo fim da União Soviética. Por isso, a própria celebração do septuagésimo aniversário do PCC (1991) foi marcada por uma postura extremamente defensiva dos líderes partidários (Saich, 2015: p.54). Estava em jogo o estabelecimento de uma agenda futura no XIV Congresso do Partido<sup>4</sup>, que definiria o legado político e social de um combalido Deng<sup>5</sup>. Esta agenda acabaria por ser determinada e colocada em prática a partir da própria “turnê” que o líder fez ao sul do país, onde apregoou a aceleração de reformas institucionais de fortalecimento econômico e integração. Após tais desdobramentos, houve um revigoramento modernizante através do ingresso maciço de investimentos (questão tratada ainda nesta

Gráfico 1 – Crescimento do PIB chinês e Participação das Exportações e Importações como porcentagem (%), 1981-2015



Fonte: Elaboração própria a partir de World Bank, *World Development Indicators*.

Gráfico 2 – Trajetória da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) na China (% do PIB), 1981-2014.



Fonte: Elaboração própria a partir de World Bank, *World Development Indicators*.



seção) e valorização imobiliária, tornando a China um grande pólo de obras e projetos de distintas naturezas.

O declínio relativo das EMV, também deste período, levou os governantes chineses, principalmente em esferas locais, a abraçarem cada vez mais o processo formal de privatizações, convergindo estruturas de governança particular e estatal. Dentro da orientação de enxugamento do setor público, contudo, foi mantido o controle do Estado sobre as maiores empresas e as pertencentes a setores estratégicos<sup>6</sup>, apesar de terem sido feitas mudanças em suas estruturas corporativas<sup>7</sup>. Paralelamente, essas reformas administrativas também consolidaram a burocracia governamental, com a política industrial passando a ser determinada de forma supraministerial. Todas essas alterações conduzem à reflexão de como o processo reformista chinês não representou, absolutamente, um recuo unilateral do Estado em função das forças privadas de mercado (McNally, 2014: p.64-5). Ademais, dentro de sua imersão no capitalismo global, destaca-se a liberalização paulatina da estrutura de preços<sup>8</sup> e o aumento da autonomia das estatais (*State-Owned Enterprises* - SOE) como pontos mantenedores da estabilidade política e social. Na primeira metade dos anos 1990, a contínua expansão da indústria já havia atingido um extremo excesso de capacidade e competição, incorrendo em problemáticas fiscais que só seriam equacionadas com essas privatizações, de caráter pleno ou parcial. A partir daí, com maior densidade de um setor privado pulsante, houve empenho por parte do Estado em aprimorar o ambiente regulatório e abrir ainda mais o país para comércio e investimentos, acelerando o curso já em voga (McNally, 2008: p.25-6).

Holisticamente falando, dois fatores também se provaram indelévels para o sucesso chinês: a lógica dos investimentos, voltada para nichos intensivos em capital; e o desempenho das exportações, intensificadas principalmente na década de 2000 com o ingresso na Organização Mundial do Comércio (OMC). Ambos se amalgamavam, com a capacidade exportadora surfando na ampliação do investimento externo direto (IED), ao passo que inversões públicas em segmentos atados à iniciativa estrangeira criavam potencialidades produtivas e comerciais (Medeiros, 2010; Vermeiren e Dierckx, 2012). Para uma interpretação *export-led*, o principal desafio do padrão desenvolvimentista da China seria mitigar a dependência externa mediante incremento da demanda doméstica. A redução do saldo comercial superavitário com os EUA, normalmente traduzido no acúmulo de reservas externas ou na compra de títulos da própria dívida estadunidense, também contribuiria para uma possível redução de imbróglis comerciais e pressões. Ao mesmo tempo, em uma segunda interpretação, o fundamento do crescimento sustentado estaria na inevitável mudança na composição da demanda, incorporando maior consumo das famílias e focando em indústrias intensivas em mão de obra, com uma distribuição de renda mais equânime. Os próximos parágrafos analisarão melhor essas duas esferas em questão (investimentos e comércio exterior).

A liberalização dos fluxos de IED, um dos componentes mais tangíveis das mudanças estruturais, foi bastante tênue na fase incipiente das reformas, se intensificando apenas na década de 1990 (ver gráfico 3), com a reiteração da política das ZEE<sup>9</sup> e sua alta concentração espacial. Em meio às divergências internas no seio do Partido-Estado entre uma ala mais conservadora e outra liberal, Deng tecia um discurso mobilizador capaz de convencer ambas quanto aos louros da síntese que almejava, aproveitando vantagens tanto do planejamento estatal quanto da flexibilização para acesso ao capital estrangeiro (Saich, 2015: p.56). Nas ZEE, as inversões se dirigiam com exclusividade para setores de mercado voltados ao exterior, principalmente a partir da província de Guangdong, em função da proximidade e articulação com as cadeias regionais (Hong Kong, Japão, Taiwan, etc.). O principal modelo estruturante de tais relações era o de *joint ventures*, constituindo capacidades produtivas imbuídas do posterior atendimento do mercado interno, sem contar na relevante transferência tecnológica que acresciam para o domínio nacional (Medeiros, 1999: p.97). Além disso, contribuiu para tal padrão de investimentos uma gama de condições geopolíticas específicas, dentre elas o deslocamento de empresas guiadas pela lógica de *outsourcing* a partir da década de 1980, desejosas por aproveitar as vantagens comparativas baseadas na força laboral disciplinada e nos baixos custos produtivos chineses.

Gráfico 3 – Participação dos Investimentos Externos Diretos (IED) no PIB (%), 1982-2014.



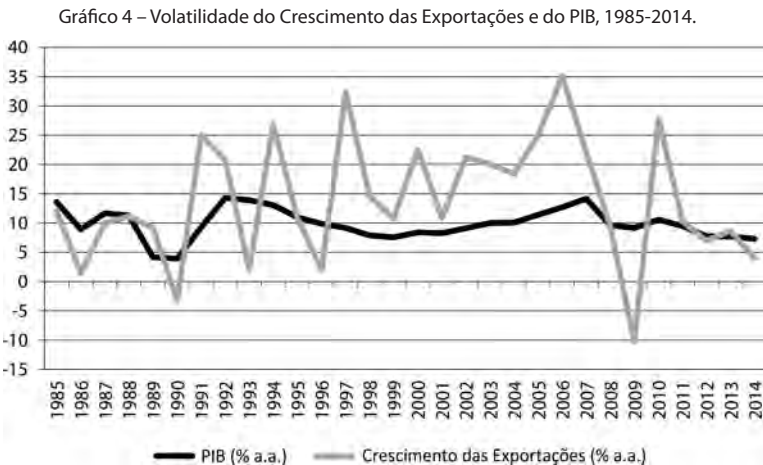
Fonte: Elaboração própria a partir de World Bank, *World Development Indicators*.

Quanto ao comércio exterior, não obstante o desmantelamento da economia planificada, o Estado permaneceu instrumentalizando uma série de medidas de gerenciamento, desde tarifas convencionais e políticas de cotas a controles tácitos, como licenças estatais de direitos de troca e inspeções de *commodities*<sup>10</sup>. Até metade dos

anos 1980, por exemplo, a China aplicava altíssimos tributos sobre bens importados. Enquanto que a modesta redução das tarifas na primeira década de reformas foi parcialmente ofuscada por um grande aumento no uso de cotas, as elevadas desonerações tarifárias dos anos 1990 representaram um desmonte quase unilateral, almejando a futura entrada na OMC (concretizada em 2001)<sup>11</sup>. O ritmo gradual de liberalização pode ser visto pelo próprio número de firmas nacionais autorizadas a se engajarem nas relações externas: de 12 em 1979 para 12.000 em 1995 e 35.000 em 2001 (Edmonds *et al.*, 2008: p.171). Denota-se aqui uma curiosa dualidade do próprio sino-capitalismo na incorporação das forças globalizantes: um certo grau de “descolamento”, em algum sentido, desses grandes polos industriais da economia doméstica, inclinando-se preponderantemente para a integração competitiva nas fragmentadas cadeias produtivas mundiais (McNally, 2014: p.67-8).

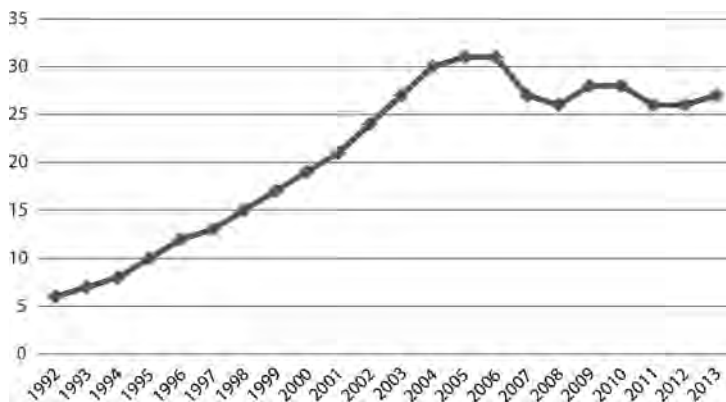
Uma ressalva aqui imprescindível se relaciona à polêmica sobre a caracterização da economia política chinesa enquanto pautada eminentemente pelas exportações (“*export-led*”)<sup>12</sup>. Não desprezando sua importância estratégica, o setor exportador do país responde apenas por uma parcela moderada da economia como um todo, em uma cifra inferior vis-à-vis outras economias asiáticas; de modo que os receios sobre dissociação do ciclo global ou da demanda mundial agregada seriam injustificados (Anderson, 2007: p.1-2). Ademais, como atesta o gráfico 4, o mapeamento da correlação entre as taxas de crescimento econômico e do comércio em um recorte histórico pós-reformas permite corroborar como o desempenho produtivo encontra notável grau de estabilidade, a despeito das oscilações comerciais externas, sejam elas mais tênues ou agudas (Anderson, 2007: p.8).

Dos anos 1980 até o presente, a composição da pauta comercial chinesa também se transformou rápida e qualitativamente. De uma economia especializada em pro-



duto de baixa qualidade, intensivos em trabalho e com tecnologias relativamente simples para a produção de bens intensivos em capital, mais elaborados e técnicos, como eletrônicos e afins (ver gráfico 5). Tal evolução não é propriamente uma peculiaridade chinesa, sendo elemento comum também no padrão das experiências desenvolvimentistas do Leste Asiático que se mostraram capazes de “subir a escada de qualidade” durante seus ciclos de alto crescimento. Já os rápidos incrementos na importação de bens intermediários, conforme pontuado por Edmonds *et al.*, fornecem outro sinal de que setores de altas tecnologias e de trabalhos mais refinados continuam a evoluir drasticamente (2008: p.180).

Gráfico 5 – Exportações de Alta Tecnologia<sup>13</sup> como porcentagem (%) das Exportações Totais de Manufaturados, 1992-2013.



Fonte: Elaboração própria a partir de World Bank. *World Development Indicators*.

Mais recentemente, nos anos 2000, sob o mandato de Hu Jintao e Wen Jiabao (que assumem o governo em 2002), auxiliados pela aceleração econômica, houve forte impulso dos investimentos em infraestrutura, particularmente em estradas e construções de conjuntos habitacionais. Estes pontos reverberaram uma tendência inexorável de acentuação do processo urbanizador, já marcante no país havia um tempo (Saich, 2015). Na esteira deste processo, intensificou-se também a injeção de capitais na indústria pesada (setores como aço, ferro, alumínio, vidro e química), ampliando a industrialização substitutiva de importações e a dinâmica de diversificação exportadora, impactando no padrão de crescimento (Medeiros, 2010: p.10-11). Assinalava-se tal expansão desde 1997, embora tivesse sido ampliada nos últimos anos, com a enorme escala do mercado se tornando fonte de atração de investimentos externos e potencialidades de consumo (2010: p.11). Isto também se coadunou com uma relativa descontinuidade, conforme Saich, na orientação política, com o princípio de uma “sociedade harmoniosa” compelindo maior atenção para questões de justiça e bem-estar: foi assim que, por boa parte de sua gestão, Hu buscou

conciliar o apelo pró-crescimento a qualquer custo com certa moderação para atender a pleitos sociais (2015: p.59).

Somente com a crise financeira e sistêmica de 2008 que será introduzido um fator externo de instabilidade, somando-se aos imensos desafios do gigante asiático. Vendo todas essas pontuações da economia política do país, tal como foi cimentada por um período de três décadas, caberá à próxima seção embrenhar-se no detalhamento de suas instituições financeiras e, em seguida, para a problematização de tais lógicas no atual momento de desaceleração.

## **O Sistema Financeiro: peculiaridades do desenvolvimento institucional**

Aqui serão analisadas algumas das especificidades regulatórias e estruturais dos principais órgãos financeiros da China, pontuando diferenças com relação a outros países. Primeiramente, uma breve reflexão geral será tecida sobre a amálgama entre Estado e mercado dentro da lógica de financiamento do curso produtivo. Depois, será descrita a arquitetura institucional do Estado chinês no âmbito financeiro. Por fim, serão apontadas contradições em tais arranjos, bem como desafios para o futuro, na medida em que tal exemplo nacional constitui caso único para investigar os mecanismos íntimos de coordenação entre o poder público e a esfera das finanças. Como destaca Wang, este delineamento é importante pelo fato de, ao desdobrar os efeitos de alavancagem mútuos entre ambas as esferas, ilustrar como operaria a endogeneidade de tal modelo quanto à ascensão da dimensão financeira em contexto de forte ingerência estatal, revelando muito também sobre o domínio do poder político (2014: p.603).

Pensando a financeirização da economia enquanto fenômeno global, é curiosa a percepção de como, no caso da potência asiática, a forte presença de atores estatais coloca desafios substantivos à retórica liberalizante comumente alardeada, no sentido de que, em tais processos, os Estados geralmente tenham atuado pelo vetor das desregulamentações<sup>14</sup>. Tal caminho, embora corroborado pelos exemplos de países liberalizados ou avançados, encontra muitas dificuldades quando esquadrihado dentro de instâncias históricas e contextos nacionais onde os Estados desempenham papel de atores financeiros de peso, principalmente mediante canalização de recursos para o desenvolvimento e projetos de industrialização. Por essa via, o caso do governo chinês representaria um exemplo primoroso de grande detentor de ativos e investimentos no mercado financeiro.

É importante destacar também como a lógica política sempre permearia cada fase e a consideração dos atores e *policymakers* do Estado, sendo catalítica sobre a trajetória de expansão financeira (Naughton, 2007: p.473). A financeirização, em *sín-tese*, representaria mais uma escolha acrescida à convencional gama de ferramentas governamentais disponíveis, também gozando de funções como regulação e orçamentação.

Dentro do arcabouço explanatório comumente utilizado, os Estados foram quase sempre ofertantes de flexibilizações e medidas facilitadoras de tal processo; de forma que as regulamentações estatais, peças centrais dentro da política macroeconômica (tal como o câmbio e os juros), atuaram como alavancas de indução do comportamento das firmas apenas à distância. Olhando os sinais usuais causados por tal mudança, muitos deles também podem ser atestados na China – com a vasta maioria das empresas sendo corporativizadas e os valores das ações começando a adquirir tração na comunidade de negócios. Entretanto, ainda é preciso atentar para as especificidades dos mercados financeiros chineses, explicitando o real propósito das políticas e instrumentos nele empregados, assim como suas raízes nas hierarquias do Estado e seu elo com uma estratégia de desenvolvimento (Wang, 2014: p.606). As próximas páginas irão se ocupar com tais digressões, não antes de delinear as principais instituições que permitem construir essa narrativa.

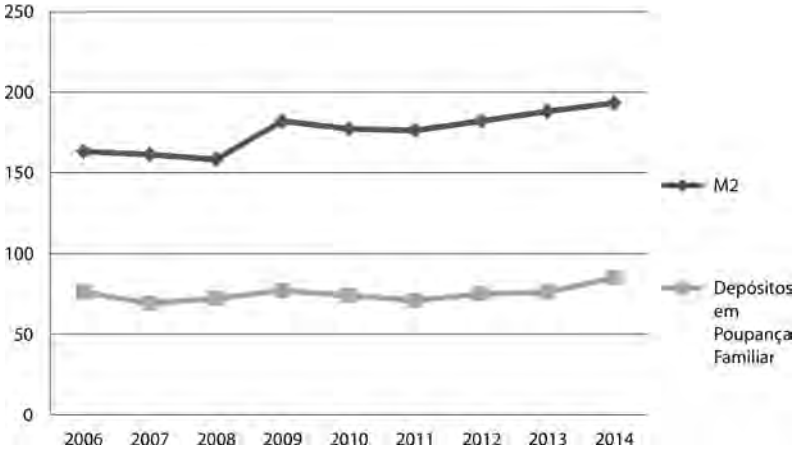
Muito do conhecimento existente sobre processos de financeirização adviria de experiências históricas de economias mais liberais; embora valha à pena atentar que, mesmo nestas, os Estados também podem participar ativamente dos mercados financeiros via propriedade estatal, controle governamental dos ativos ou por diferentes esquematizações institucionais de garantia de crédito. Seriam esses fatores que possibilitariam intervenções em momentos de crise econômica. Ainda assim, o exemplo chinês se sobressai pela enorme magnitude do setor estatal e a pesada intervenção pública na esfera econômica, em toda uma variedade de frentes (Wang, 2014: p.607).

Dentro do processo reformista, tomado desde seu início, o setor financeiro apresentou um ritmo de mudanças institucionais bem mais vagaroso vis-à-vis outras áreas e atividades produtivas, sendo praticamente hegemonizado por bancos públicos dotados de alto grau de proteção e regulação, de modo a contar com pesada blindagem da competição internacional (Naughton, 2007: p.449; Medeiros, 2010: p.11; Yang e Huizenga, 2010: p.122). É válido lembrar que a problemática nunca foi propriamente a ausência de inovações organizacionais – muito pelo contrário, o governo efetuou reestruturações bancárias fundamentais e experimentou inúmeros arranjos no mesmo, em todas as distintas gerações de presidentes. Em termos “técnicos”, o segmento financeiro da China poderia ser classificado como “profundo” e “estrito”<sup>15</sup>; com seu mercado de capitais (incluindo o mercado de ações) se encontrando em meio a um árduo período de mudanças, regulamentações e retração, gerando receios entre diferentes atores políticos e econômicos de que o sistema possa se tornar uma potencial fonte de vulnerabilidades.

Algumas grandes tarefas urgem desde a fase mais incipiente do sistema financeiro chinês, sendo uma delas o impedimento de quaisquer turbulências enquanto o país percorre o complexo processo de desenvolvimento e abertura. Para equacionar tal objetivo, torna-se cada vez mais imprescindível a estabilidade do setor bancário; que, comparativamente, é auferido pela participação de M2<sup>16</sup> enquanto porcentagem

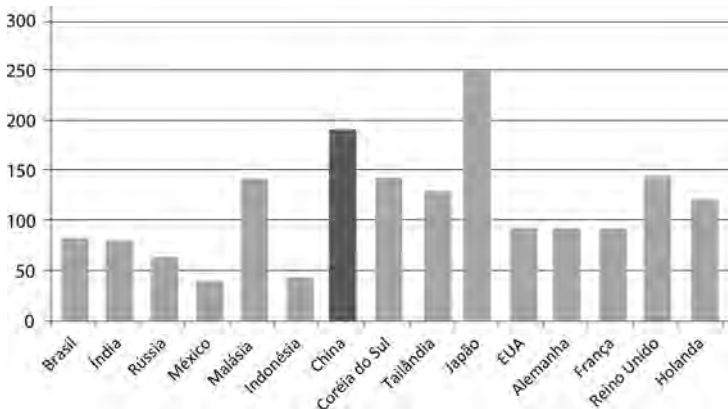
do PIB ("profundidade monetária"), crescente ao longo de toda a década de 1990 e chegando ao patamar de quase 200% do produto interno bruto em 2014, maior do que qualquer outro país em desenvolvimento ou desenvolvido, excetuando o Japão (ver gráficos 6 e 7). É justamente o tremendo dimensionamento do setor bancário, responsável por quase 80% de toda intermediação creditícia<sup>17</sup>, que contribui, dentre

Gráfico 6 – "Aprofundamento financeiro": M2 e Depósitos em Poupança Familiar como porcentagem (%) do PIB, 2006-2014.



Fonte: The People's Bank of China. *Annual Report*, Vários anos; National Bureau of Statistics. *China Statistical Yearbook 2015*. Compilado a partir da seção 19-14 (NBS).

Gráfico 7 – Profundidade monetária chinesa em perspectiva comparada (% do PIB), 2014.



Fonte: Elaboração própria a partir de World Bank. *World Development Indicators*; Trading Economics. *Trading Economics Database*. Disponível em <<http://www.tradingeconomics.com/>>.



diversos fatores, para os receios acerca do equilíbrio fiscal e monetário do País do Meio (Naughton, 2007: p.479; Vermeiren e Dierckx, 2012: p.1656). Mesmo com a notável capitalização do sistema bancário e a eliminação de trilhões de *renminbi* (RMB) em empréstimos improdutivos, o potencial de perdas se manteria significativo. Simplesmente pela própria escala de tal estrutura, o volume de empréstimos e o risco de calote relacionado ao PIB é gigantesco. Portanto, preocupações são compreensíveis e persistentes tanto com bancos comerciais quanto com instituições financeiras.

Em segundo lugar, há também a necessidade de criar um virtuoso círculo alocador de recursos com a ajuda de um sistema financeiro eficiente, gozando de uma supervisão bem executada e maior *accountability* na estrutura de governança corporativa. Transmissores financeiros intermediários, como fundos de pensão e/ou fundos mútuos, neste sentido, serviriam para o fornecimento de seguridade social a segmentos grandes da população. Tais pontos merecem especial enfoque, ainda mais em vista da estrutura demográfica nacional, com um envelhecimento a passos largos colocando pressões futuras sobre a previdência. Para além desse fator, a própria entrada na OMC em 2001 colocou pontos adicionais para a remoção dramática das restrições sobre atividades de bancos externos, gerando prognósticos de competição mais agressiva em tal setor no decorrer dos anos. Assim, se a China for capaz de manter a estabilidade financeira pela próxima década, será cada vez mais plausível antecipar um ritmo extraordinariamente veloz de desenvolvimento, conforme os ativos se ampliem e diversifiquem, começando a cumprir as necessidades de uma economia dinâmica (Naughton, 2007: p.481).

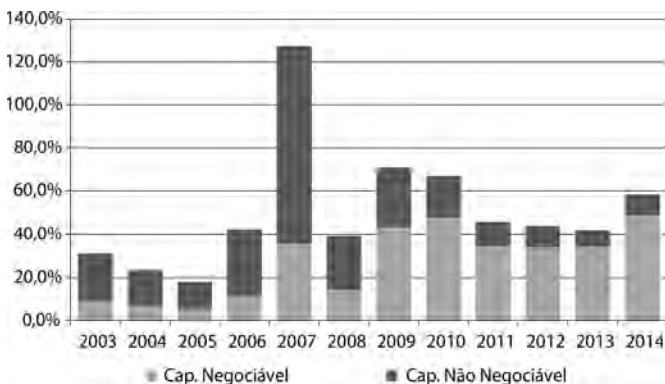
A despeito destes potenciais benefícios provenientes da abertura e diversificação de mercados, a abordagem cautelosa da China com relação às reformas também guardou importância por ter evitado colapsos financeiros, com as poupanças componentes do sistema bancário sendo resguardadas. Durante os períodos de maior recrudescimento de preços, o Estado foi capaz de conferir-lhes forte protecionismo, mediante medidas institucionais como, por exemplo, juros suplementares ao nível do incremento inflacionário (Naughton, 2007: p.452). Mas tal caminho teve seus custos – munidos do fluxo de caixa no sistema bancário, muitos oficiais do governo se utilizaram dos excedentes para financiamentos e projetos<sup>18</sup>. De forma ampla, no período convencionado como “reforma sem perdedores”, compreendendo toda a década de 1980 e parte da de 1990, houve forte dependência da oferta de crédito dos bancos para firmas não-viáveis (insolventes), engendrando um acúmulo de empréstimos improdutivos no setor bancário de propriedade pública (Naughton, 1995; 2007). Tal setor foi, portanto, importantíssimo para blindar os trabalhadores das consequências perniciosas ocasionadas pela crescente competitividade de uma economia recheada de novos entrantes, em virtude do florescimento do setor privado. O sistema político instrumentalizou os recursos do sistema bancário para compensar grupos que, outrossim, seriam “perdedores”, mantendo, de tal maneira, a estabilidade

política e social no processo de transição econômica, muito embora tal lógica não pudesse ser sustentada indefinidamente.

Apenas no final dos anos 1990 é que tal questão passou a constituir verdadeiramente uma preocupação para os *policymakers*. Para a percepção de tal problemática, contribuiu bastante a avaliação dos riscos da crise asiática de 1997 (impondo custos severos a Coréia do Sul, Tailândia, Indonésia, etc.), seguida da deflagração de uma nova postura governamental para assegurar a estabilidade macroeconômica via fortalecimento do segmento financeiro<sup>19</sup>. Ao permitir que outras instituições também detivessem funções nesse sistema, o governo foi cuidadoso em manter o controle sobre o mesmo, tentando controlar robustos fluxos da poupança nacional para o sistema bancário. Tal orientação, sem dúvida, contribuiu para a característica mais notável do sistema financeiro chinês, já denotada aqui: a permanência do predomínio bancário, com os mercados de capitais continuando relativamente subdesenvolvidos (Naughton, 2007: p.453-4). Os mercados de ações do país somente decolariam no início dos anos 1990, embora tenham permanecido ainda com graves deficiências pertinentes à transparência e administração. Sem dúvida, outras economias do Leste Asiático também possuem grandes sistemas bancários, mas, em função dos bancos chineses (ou pelo menos os mais relevantes) serem estatais, sua estrutura financeira acaba sendo também controlada pelo Estado.

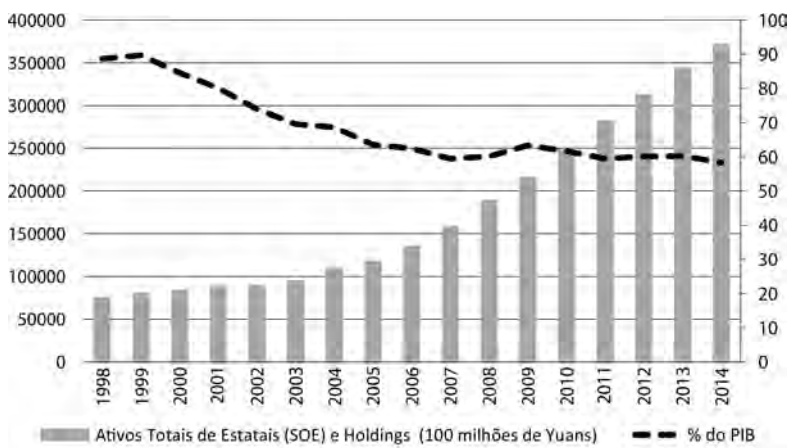
Para além dessa questão, atenta-se para outras problemáticas estruturais, como a participação relativamente baixa de ações circulantes/negociáveis (muito embora mudanças estejam acontecendo em tal sentido, como mostra o gráfico 8). Tal rigidez foi produto deliberado de um governo sem a menor urgência em liberalizar os fluxos de capitais. Isto sem contar que, mesmo dentre as ações circulantes disponíveis ao público, havia uma forte segmentação, com diferentes perfis acionários<sup>20</sup>. Em um mercado estruturado dessa forma, o preço das ações acaba se tornando bastante variável conforme cada classificação, com "ineficiências" relativas a padrões de divulgação, regras, volume comercializado, prêmios de risco, liquidez e precificação (Naughton, 2007: p.471-2). Os limites do mercado acionário, naturalmente, provocam diversos efeitos também sobre a atuação dos investidores institucionais, grandes acionistas interessados em monitorar o desempenho de diversas empresas e atuar a fim de aperfeiçoarem a performance e a governança corporativa das firmas no longo prazo. Se é verdade que, desde 2001, tem crescido de forma estável a quantidade de investidores institucionais, isto teria sido tão somente uma resposta à criação de mecanismos como os já falados fundos mútuos; permissão para investidores estrangeiros qualificados atuarem; início da participação de corretoras e cias de seguro; etc. E, ademais, tal alavancagem teria partido de uma base muitíssimo baixa. Em todos esses casos, todavia, a forma legal para novos investidores foi criada e institucionalizada, iniciando maiores fluxos de investimentos, muito embora os montantes, conforme Naughton, ainda sejam baixos quando relacionados ao mercado como um todo (2007: p.476).

Gráfico 8 – Capitalização dos Mercados de Valores Mobiliários (Cias Domésticas Listadas) como porcentagem (%) do PIB, 2003-2014.



Fonte: National Bureau of Statistics. *China Statistical Yearbook*. Vários anos. Compilado a partir da seção 19-15.

Gráfico 9 – Ativos das Firmas Estatais (SOE) e Holdings como porcentagem (%) do PIB, 1998-2013



Fonte: Elaboração própria a partir de Gao, 2010; e National Bureau of Statistics. *China Statistical Yearbook 2015*. Compilado a partir das Seções 3-1 (Categoria: PIB) e 13-4 (Categoria: Mensuração dos ativos totais).

Dentro de uma perspectiva sistêmica, cumpre notar como o *modus operandi* do mercado financeiro chinês guardaria importantes implicações estratégicas dentro da ordem econômica neoliberal de onde o país emerge, com um regime de controle de capitais representando latente contradição entre suas ambições geopolíticas globais e as forças sociais domésticas de produção (Vermeiren e Dierckx, 2012: p.1647). Se, por um lado, tal regime foi impreterível para consolidar o modelo de acumulação<sup>21</sup>, por outro se veria constringido pelas próprias possibilidades suscitadas em caso de

sua flexibilização, tendo em vista que a abertura financeira poderia representar um possível vetor de ampliação do papel internacional da moeda chinesa. Isto seria um paradoxo quase imanente a tal abordagem regulatória para com os fluxos de capitais transfronteiriços, prevenindo o modelo econômico da China de se contrapor a uma das principais normas e inclinações do neoliberalismo global: a livre mobilidade de capitais (Rodrik, 2011: p.106-8; Vermeiren e Dierckx, 2012: p.1648; El-Erian, 2016).

As dinâmicas e consequências de tal política pertinente aos fluxos de capitais somente podem ser entendidas mediante relativo afastamento de dicotomias reducionistas<sup>22</sup>, conferindo destaque às relações sociais de produção na potência asiática, e não apenas a meras narrativas sobre a trajetória liberalizante. Isto jogaria luz sobre mais aspectos do regime produtivo, como a canalização de recursos da população (trabalhadores) para as corporações: não somente para firmas externas orientadas à atividade exportadora, mas também para SOE orientadas domesticamente<sup>23</sup> (Vermeiren e Dierckx, 2012: p.1651). O esgarçamento analítico dos comedimentos financeiros acaba por relevar também outras duas contradições menores: tal arcabouço regulatório é legitimado por uma ordem política doméstica que incorpora as frações dominantes do capital produtivo e financeiro, sendo pilar institucional *sine qua non* dentro de uma lógica de acumulação redistributiva de renda para essas mesmas frações. E, em segundo lugar, o próprio anseio geopolítico dos *policymakers* em projetar o país com maior densidade e influência no sistema monetário e financeiro global se ancora, em muito, na premissa de liberalização, o que significa corroborar a ordem de economia política internacional vigente de mobilidade de fluxos, e não propor um modelo alternativo de governança mundial.

Conforme salientado ao longo da seção, as estatais chinesas, compondo os investimentos em ativos fixos domésticos (embora atualmente em uma proporção um pouco menor com relação ao PIB, vide o gráfico 9), foram e continuam sendo fundamentais para a acumulação de capital na economia política do país. Tal importância, somada à dinâmica mutuamente reforçante entre investimentos e lucros corporativos, transcenderia os simples interesses de corporações transnacionais orientadas para os mercados mundiais<sup>24</sup>. Ademais, o grau de dependência da China com relação às exportações seria, em muito, causado pela própria disparidade entre investimentos corporativos domésticos e o consumo privado, refletindo a previamente assinalada "transferência" de renda dos trabalhadores para as empresas. Um notável indicativo e produto de tal elemento regressivo seria a repressão de salários, cujas cifras (tanto real quanto nominal) teriam subido em patamares inferiores à produtividade do trabalho no setor manufatureiro (Vermeiren e Dierckx, 2012). O resultado disso seria exatamente a redução da participação dos salários no PIB nacional.

Em síntese: a repressão financeira do sistema bancário chinês operou e opera ainda como mecanismo redistributivo primordial dentro da lógica de lucratividade dos investimentos – o Estado fixa os juros sobre depósitos no sistema bancário de modo a facultar aos bancos estatais financiarem os investimentos das SOE a taxas

de juros baixas. A ausência de um sistema consolidado de seguridade social, por sua vez, deprimiria o consumo e forçaria os trabalhadores a pouparem, ajudando em tal intento. Concomitantemente, as SOE também se beneficiaram significativamente dos empréstimos subsidiados, podendo ampliar suas lucratividades. Vale atentar ainda que tal repressão financeira opera com canalização de fluxos das empresas pequenas e médias, que possuem muito menos acesso ao crédito e são oneradas com maiores juros, para as firmas maiores. (Vermeiren e Dierckx, 2012: p.1656). A manutenção do controle do sistema bancário através do controle das taxas de juros e as restrições da competição para com instituições financeiras externas cristaliza esse modelo de desenvolvimento centrado nas indústrias intensivas em capital subsidiado, ao passo que ajuda a conter a inflação através da restrição de crédito ao mercado consumidor.

O fato de o Estado chinês ter vitoriosamente logrado sua “política de portas abertas” (para o IED), concomitantemente a rigorosos controles de capitais, se contrapõe plenamente à noção de uma China dependente e absorvida pelos processos de reestruturação do capital transnacional. Ao contrapor-se claramente a tais interesses, tal regime acaba se revelando, indubitavelmente, uma resiliente “anomalia” para visões que apontam o país asiático como dotado de uma trajetória incongruente de liberalização. Isso se justifica pelo fato de rigorosas barreiras e regulações institucionais terem efetivamente prevenido a penetração de um grande contingente de corporações internacionais e/ou investidores institucionais estrangeiros no sistema financeiro chinês. Apenas um limitado número era facultado investir, e ainda assim somente limitadas parcelas de fundos em uma gama específica de ativos financeiros domésticos (Naughton, 2007; Vermeiren e Dierckx, 2012).

Por fim, os autores destacam a importante observação de como a tecnocracia do PBOC (*People's Bank of China*) constituiu um corpo crítico de tal estruturação financeira, apregoando liberalizar as taxas de juros e, conseqüentemente, a conta de capitais. Este desejo se enquadraria em uma maior adequação do sistema bancário chinês aos moldes do Ocidente e também decorreria de um descontentamento com as constantes intervenções do Conselho de Estado e outros ministérios na política monetária, revelando uma disputa inter-coalizes no seio estatal. O PBOC, desta forma, seria tradicionalmente um dos mais relevantes órgãos a advogar um grau maior de ortodoxia e submissão do sistema financeiro do país a um modo de regulação alternativo, com um regime cambial mais flexível e liberalização de capitais. Em linhas gerais, este discurso pró-liberalização financeira assenta-se no apontamento de benefícios para o setor privado, que possuiria acesso inadequado ao crédito bancário sob o sistema vigente. Por fim, em tal contexto essa saída viria sendo crescentemente proposta enquanto uma estratégia geopolítica útil para fortalecer o poderio monetário chinês, através da diminuição da dependência das exportações e também do dólar enquanto moeda de reserva, sem contar o possível equacionamento de diversos desequilíbrios de tal regime de acumulação.

O propósito principal desta parte do artigo não foi exatamente aprofundar os motivos que conduziram o Estado chinês a implementar regulamentações e medidas mais restritivas sobre a conta de capitais (em algumas dimensões dos investimentos e sobre o capital transnacional estrangeiro), mas sim trazer à tona seus resultados, problematizando alternativas colocadas diante do cenário macroeconômico futuro. O persistente controle governamental da China sobre os altos comandos de sua economia política doméstica, concomitantemente à recusa em aquiescer-se diante de uma agenda ortodoxa demandada principalmente pelas instituições multilaterais, se faz imprescindível para o entendimento da posição ocupada por tal país no sistema global. Portanto, a próxima seção buscará estabelecer de forma mais direta esta interface entre os controles do poder público e a economia em um cenário de desaceleração redesenhado pela crise financeira estadunidense de 2008, refletindo também sobre os encaminhamentos conferidos por ações recentes do *Politburo* do PCC.

## **O “Novo Normal”: transformações sistêmicas em meio à desaceleração pós-crise**

Aqui nesta seção será tratada, por fim, a desaceleração chinesa e suas implicações estruturais para a estratégia de desenvolvimento nacional, em interface também com o redesenho do modelo de crescimento pensado pelos *policymakers*. De início, serão destrinchados dois fatores de grande contribuição para esse arrefecimento, a saber: os limites e constrangimentos inexoráveis do próprio modelo desenvolvimentista, seguido no curso dos últimos trinta anos; e a crise financeira de 2008, impactando o epicentro da economia mundial e parceiros comerciais, cujos mercados são importantíssimos para o desempenho da China<sup>25</sup>. Tendo todo este mapeamento em vista, a etapa seguinte constituirá no estudo do paradigma do “Novo Normal” enquanto uma adequação ao novo cenário, requerendo um redesenho das políticas anteriormente vigentes e novas respostas à conjuntura por parte das autoridades (Hung, 2009; Yang e Huizenga, 2010).

A natureza contraditória do sino-capitalismo já foi assinalada por muitos autores nas mais diversas frentes, suscitando uma cacofonia de trajetórias possíveis, dependendo do enfoque dado aos diferentes desafios. Na visão do autor Ho-Fung Hung, por exemplo, a principal insustentabilidade do expansionismo econômico chinês diria respeito ao descompasso, crescente ao longo de praticamente todas as décadas de reformas, entre o sobre-investimento (em patamares bem mais severos do que os experimentados pelos Tigres Asiáticos) e o subconsumo (2009: p.190-1). Esse desnível teria alimentado restrições à diversificação nacional do regime produtivo. Outro ponto salientado é que a natureza descentralizada do crescimento da China a desviaria, em diversos sentidos, de um modelo mais efetivo e coordenado de Estado desenvolvimentista; com muitas unidades subnacionais atuando pró-ativamente

para facilitar o crescimento de setores industriais selecionados, com esforços bem planejados e executados a nível das respectivas localidades (Saich, 2015). A totalidade desses esforços combinados, não obstante, acrescentaria um grau de competição muitas vezes deletério entre tais unidades, resultando na constituição desordenada e difusa de capacidade produtiva e infraestrutural.

O excesso de capacidade também se exacerbaria pela relativa falta de mobilidade geográfica e intersetorial das empresas domésticas, aumentando propensões de investimentos em setores e localidades muitas vezes já saturados. Ademais, governos provinciais e/ou municipais se utilizariam de barreiras protecionistas e desonerações a fim de competirem por inversões de capital com outras províncias ou cidades, em uma verdadeira fragmentação da economia nacional, bastante prejudicial a uma expansão mais virtuosa e que consolidasse eficientemente o capital doméstico (Hung, 2009: p.192). Somado a tudo isto, e conforme dito em várias oportunidades neste trabalho, o “baixo” desenvolvimento dos mercados financeiros obstaculizaria muitas empresas no sentido de diversificarem suas poupanças para investir em novos setores incipientes (onde poderiam lograr lucros mais altos), restringindo assim suas escolhas a investimentos em ativos fixos em seus próprios nichos.

O segundo problema do modelo de desenvolvimento seria o subconsumo. Tomando como exemplo os Tigres Asiáticos em seus estágios iniciais de aceleração industrial, vê-se como quase todos eles, praticamente, foram governados por regimes autoritários e disciplinados, em diferentes medidas, pela geopolítica da Guerra Fria, guardando ansiedades quanto a qualquer possibilidade de influências socialistas sobre as classes mais baixas. Esses Estados lograram tal objetivo (de neutralização dessas influências) mediante políticas distributivas preventivas como reforma agrária e provisão de educação gratuita, coexistindo paradoxalmente com a repressão ao trabalho organizado e organizações camponesas. Portanto, ao possibilitarem a transferência de frutos da expansão aos menos abastados, em especial à população rural, tais regimes revelaram-se economicamente inclusivos, ainda que politicamente excludentes. A redução das disparidades de renda e o crescente poder de compra dos desfavorecidos, por sua vez, também ajudou no fomento de consideráveis mercados domésticos em tais economias de industrialização tardia. A despeito de o sucesso de tais países ser oriundo principalmente do desempenho exportador (algo atestado pela colossal proporção das exportações sobre o PIB), o consumo doméstico exerceu rol indispensável no processo de decolagem, protegendo setores domésticos vulneráveis de flutuações no mercado mundial, em adição à provisão de demanda interna para setores nascentes antes de poderem competir propriamente no plano internacional (Hung, 2009: p.193-4).

Em contraste, o Partido-Estado chinês prosseguiu, no curso das reformas, com uma estratégia de crescimento bastante exitosa na atenuação da extrema pobreza<sup>26</sup>, mas sem igual sucesso no alívio da polarização social subsequente, agravada pelo que Hung alcinha de “draconiana supressão” governamental das vozes dissidentes na base



da sociedade (2009: p.194). Desigualdades entre classes, regiões, e entre meio urbano e rural cresceram lado a lado com o período de milagre econômico e desenvolvimento rápido, fazendo com que a resiliência de inúmeras dificuldades, concomitantemente à distribuição assimétrica de renda, comprimisse bastante a expansão de um mercado consumidor de massas (Medeiros, 2010: p.15)<sup>27</sup>. A confluência desses fatores – acumulação de sobre-investimentos e consumo deprimido – acentuou a dependência chinesa do mercado global no que tange ao imperativo de exportar seu excesso de capacidade, além de perpetrar externalidades negativas na forma de degradação ambiental. Simultaneamente, também pressionou a queda de preços de produtos finais em alguns setores industriais imprescindíveis, ocasionando declínio das margens de lucro de várias firmas (Hung, 2009: p.194-5).

Grande parcela dos receios sobre a “saúde” e os fundamentos do regime produtivo do país asiático foram arrefecidos, à priori, pela expansão robusta e solidez dos indicadores macroeconômicos latentes ao longo dos anos. Essas tendências de alta consolidaram o otimismo de investidores e agentes econômicos importantes com a China, tanto no cenário doméstico quanto internacional, impressionados principalmente com os resultados imediatos obtidos após o ingresso do país na OMC em 2001 e o ambiente envolvendo os Jogos Olímpicos de Beijing de 2008. Mas, como Hung pertinentemente denota, tal expansão e euforia, de forma irônica, acabaria apenas aprofundando os desequilíbrios do país, intensificando influxos de investimentos sem a necessária contrapartida de auxiliar o crescimento do consumo doméstico (2009: p.195). O acúmulo de reservas externas resultante de tal *boom* induziu à intensificação de uma nova expansão creditícia no setor bancário, abastecendo ainda mais investimentos financiados pela dívida, o que só realimentava tal ciclo vicioso. Não obstante o fato de os “milagres desenvolvimentistas do Leste Asiático” ficarem conhecidos exatamente pelas altas taxas de investimentos e baixas taxas de consumo, seus índices nem se comparam à magnitude de escala atingida pela China.

Com relação à crise americana do *subprime*, cumpre assinalar que a economia chinesa foi afetada por ela de forma muito distinta vis-à-vis outras potências. Pelo próprio fato de o país seguir uma estratégia de desenvolvimento com importante participação do comércio externo (embora não com a mesma densidade de outras nações como Hong Kong, Malásia ou Singapura), a crise não lhe afetou tanto pelo canal das finanças, mas sim pelo lado real/produtivo da economia, especificamente nas indústrias processadoras de exportações (Schmidt, 2009). A resposta política do Estado chinês para equacionar tais problemáticas também foi diferente do resto das potências mundiais – a maior parte dos planos de resgate nos países desenvolvidos teve como prioridade estabilizar o sistema financeiro e gerar mais empregos. Na China, contudo, o pacote de estímulo objetivou, antes de tudo, a retomada do vigor exportador e o fomento à demanda doméstica (Medeiros, 2010: p.21; Yang e Huizenga, 2010: p.141; Hu, 2015: p.7-8). A despeito do repique no crescimento, o País do Meio

permaneceu longe de ter logrado um nível de recuperação sustentável, tendo em vista todas as dificuldades ainda enfrentadas...

Em linhas gerais, houve queda instantânea e dramática tanto no comércio externo quanto nos fluxos de IED recebidos, bem como flutuações nos preços. As empresas de investimentos estrangeiros e as SOE, a princípio, sentiram também seu efeito em uma proporção maior do que as firmas privadas domésticas, e o comércio processador (no setor manufatureiro) foi afetado de forma mais severa do que o comércio ordinário. Entretanto, o governo foi rápido para mitigar tais adversidades, mediante considerável pacote de estímulo<sup>28</sup>. A preocupação com os efeitos dessas turbulências sobre a atividade produtiva e o “pacto social” existente foi exatamente o que fez suas lideranças lançarem o programa, possibilitado pelo acúmulo de reservas externas ao longo dos anos e também pela alta arrecadação governamental (Yang e Huizenga, 2010: p.122). Em função de tais medidas, houve rápida retomada do crescimento (8,7% em 2009), em uma cifra superior ao que era previsto para imensa maioria das economias do globo. A China, no entanto, também parecia dar reiterados sinais de extenuação de seu processo industrializante (além de movê-lo cada vez mais na fronteira tecnológica em múltiplos nichos), muito embora a urbanização continuasse em curso, representando uma possibilidade eventual de maiores instabilidades e desequilíbrios sociais<sup>29</sup>.

Mas foi afinal no volume de comércio exterior que a crise fez-se sentir mais forte, com as taxas de crescimento das exportações contraindo consideravelmente no espaço de poucos meses. Tal choque, a despeito de grave, não foi equanimemente distribuído entre os setores, regiões e tipos de empresas (Yang e Huizenga, 2010: p.130). Primeiramente, as exportações de produtos intensivos em trabalho foram menos prejudicadas do que as intensivas em capitais e tecnologias – bens chineses como têxteis, couro, calçados, entre outros apresentaram baixa elasticidade-renda da demanda, sendo menos sensíveis às alterações nas rendas em seus mercados de destino do que categorias mais elaboradas. Em segundo lugar, as empresas estrangeiras e estatais foram afetadas com maior gravidade do que as firmas privadas domésticas – quando a crise financeira se espalhou pelos demais países em uma recessão generalizada, muitas das empresas de investimentos externos retiraram projetos e atividades em função de dificuldades enfrentadas em suas matrizes e lugares de origem. Consequentemente, tanto as exportações quanto importações destas recuaram de forma abrupta. Já as SOE, maiores contribuintes das exportações intensivas em capital e tecnologia, foram mais afetadas pela recessão, onde consumidores tendem a substituí-las por produtos mais baratos e intensivos em trabalho, conforme dito.

Para revigorar as indústrias orientadas para exportações, jogadas em meio a um cenário imediato delicado, o governo também buscou agir pelo lado da demanda e fomentar o consumo, principalmente em mercados rurais ainda não explorados. Vale lembrar que, ao longo dos anos incipientes de crise (2008, 2009, 2010), as autoridades foram continuamente injetando um montante maior de gastos públicos conforme a

necessidade de continuar incrementando a economia e fazendo-a acelerar novamente. Outra medida anti-cíclica de suma importância foi a intensificação dos abatimentos de impostos de valor agregado, originalmente introduzida em 1994 com objetivo de fomentar a exportação de manufaturados em novos mercados. Observa-se aqui, diante do aprofundamento dos excedentes comerciais por volta de 2005, que os *policymakers* nacionais até flexibilizaram um pouco tal política de incentivo; mas, em função do agravamento da crise, a mesma foi retomada em agosto de 2008. Mas, em termos das relações econômicas externas, nem todos os aspectos foram negativos para o país asiático: o declínio imediato do preço das *commodities* (como petróleo e derivados) em função da crise teve na China uma das grandes beneficiárias, ajudando a mitigar pressões inflacionárias (Schmidt, 2009: p.2). Somado a isto, a resposta internacional do país transparecia cada vez mais uma sintonia com sua imagem tradicionalmente cultivada de uma potência responsável, ao passo que evitava responsabilidades para além de suas capacidades enquanto maior país em desenvolvimento no mundo. Esta postura ficava clara, por exemplo, no compromisso firmado por Hu Jintao e Wen Jiabao no G20: a China atuaria como força estabilizadora no sistema financeiro internacional pela própria garantia de manutenção de seu crescimento (Schmidt, 2009; Hu, 2015).

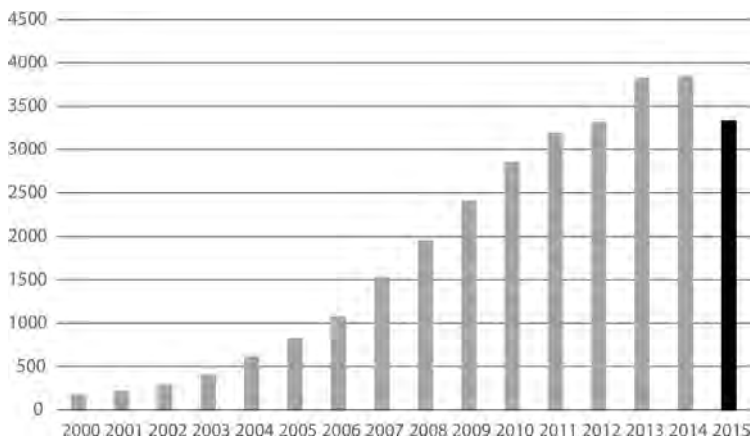
Entretanto, pressupondo um cenário de aprofundamento maior da recessão e arrefecimento de demanda de forma prolongada, as lideranças chinesas serão provavelmente confrontadas com maiores clamores para acelerar os esforços visando reequilibrar o crescimento para além de políticas de fomento às exportações, sustentando a demanda e consumo domésticos (El-Erian, 2016). Isto viria acompanhado, no âmbito das relações externas, pelo aumento da crítica dos países ocidentais para que a China aumente substancialmente suas importações de modo a reduzir um pouco os próprios superávits comerciais, atenuando desequilíbrios engendrados na esfera global. Riscos existem nesta direção - como a mudança na postura de seus parceiros (principalmente EUA e União Europeia), cada vez mais críticos quanto ao que consideram e caracterizam como "comércio injusto". Em caso de prosseguir atuando mediante a depreciação do *yuan* (RMB) frente ao dólar (atitude já tomada pelo governo chinês em ocasiões anteriores, como julho de 2005 e agosto de 2008), de modo a fomentar sua indústria exportadora, tal linha poderia deslanchar medidas e ações protecionistas retaliatórias<sup>30</sup>. Essas dificuldades, somadas a outros conflitos em voga (imbróglis sobre violações de direitos de propriedade intelectual), poderiam dar margem a uma atmosfera mais hostil (ou adversa) com relação aos chineses, danificando prognósticos para as relações bilaterais. Nessa busca pelos objetivos domésticos, o país poderia acabar arriscando, inadvertidamente, amplificar a instabilidade financeira global, com os mercados no geral receando que tal desvalorização "roube" o crescimento de outras nações, incluindo aquelas dotadas de maiores dívidas externas e menos reservas para vislumbrarem financiamento (comparadas à própria China).

Como já foi observado, a mudança na estrutura econômica chinesa requereria, enquanto condição sine-qua-non para seu sucesso, um rebalanceamento do *driver*

de crescimento do país na direção do consumo, com o setor terciário apresentando grandes oportunidades de empregabilidade urbana e geração de renda. Com o setor de serviços capaz de gerar mais empregos por unidade de produto do que o manufatureiro e de construção combinados, sua força relativa viria exercendo efeitos importantes na contenção do desemprego e prevenção de instabilidades sociais, considerações importantes para os *policymakers*. Exatamente por isto, mesmo com o PIB chinês desacelerando, a criação de postos de trabalho urbanos conseguiu atingir uma marca de 13 milhões em 2015, acima das metas e expectativas oficiais do governo (Roach, 2016). Também é preciso destacar também outro elemento favorável à China: suas massivas reservas externas, garantindo maiores condições de atravessar turbulências em meio a eventuais crises cambiais ou de liquidez. Evidentemente, tal “colchão” pode muito bem esvanecer em caso de prolongada fuga de capitais e perda de reservas estrangeiras disponíveis, algo bastante factível tendo em vista pontos como as incertezas nas expectativas dos agentes com suas condições econômicas, por exemplo. Após anos de acúmulo de reservas, as mesmas declinaram em 2015, refletindo adversidades neste percurso de estabilização do yuan e dos próprios mercados (conforme o gráfico 10)<sup>31</sup>.

Em certa medida, a desaceleração defrontada seria inevitável. O crescimento a dois dígitos *ad infinitum* seria impossível, em função das próprias dificuldades da China em continuar obtendo ganhos marginais na indústria. O crescimento de escala acabaria sendo tolhido em algum momento; sem contar que, caso perdurasse, a continuidade da absorção de recursos energéticos e insumos engendraria tensões ainda maiores sobre a questão ambiental (Hu, 2015). Conforme o próprio presidente Xi Jinping

Gráfico 10 – Reservas Internacionais da China (em bilhões de US\$), 2000-2015



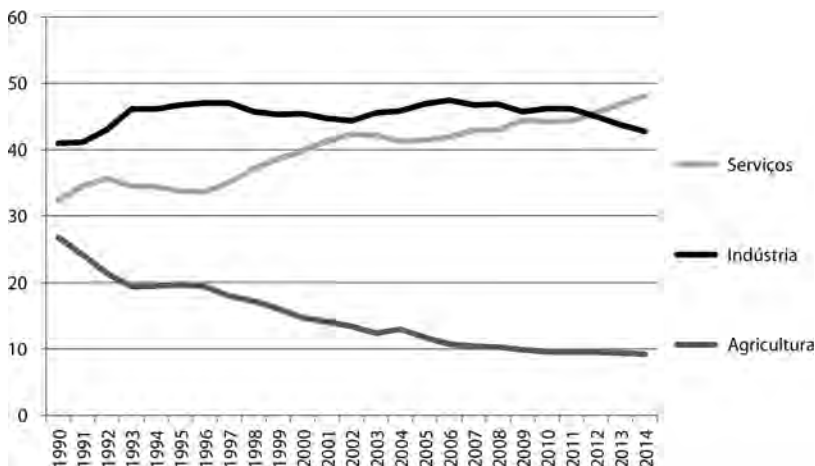
Fonte: National Bureau of Statistics, *China Statistical Yearbook 2015*; Trading Economics.

havia salientado, o caminho chinês rumo ao “Novo Normal” faria referência a um reequilíbrio fundamental, englobando diversificação econômica ajustada a um ritmo mais sustentável de crescimento, distribuindo os ganhos de produtividade de forma mais equânime. Tal estágio também preveria melhorias, principalmente na dimensão qualitativa da vida chinesa, somada à maior integração do país no plano global.

Os próprios alvos setoriais elencados no 12º. Plano Quinquenal (2011-2015)<sup>32</sup> foram um sinal claro, como pontua Hu, do início de uma ênfase na *qualidade* e *eficiência* do modelo do desenvolvimento e não na quantidade (2015: p.4-5). Dentro do “Novo Normal”, a concepção de desenvolvimento almejada giraria em torno de uma amálgama entre cinco pilares: inovação, coordenação, abertura, desenvolvimento verde e maior inclusão social. Evidentemente, as metas incrustadas em tal *soft landing* enfrentarão constrangimentos nada desprezíveis, principalmente relativos à criação de postos de emprego, mas o equacionamento de tais questões comporá parte do inevitável custo da transformação estrutural, preço a ser pago para o país ir adiante. A aguardada transição chinesa de um modelo ancorado nas exportações para outro pautado pelo consumo doméstico vem se mostrando muito mais instável e não linear do que se esperaria à primeira vista, principalmente no que tange aos picos e baixas no mercado acionário e a alta volatilidade do câmbio. Ainda assim, é imperativo enfatizar que o desempenho econômico da China se mantém notável (crescimento aproximado de 7% em 2015), tornando-o, em certa medida, vítima das próprias altas expectativas que suscitou por tanto tempo (Stiglitz, 2015).

Contudo, conforme dito anteriormente no trabalho, se o governo conseguir galvanizar medidas efetivas pelo lado da demanda com políticas ativas voltadas ao mercado laboral, pelo menos a questão da empregabilidade poderá ser mais bem gerenciada – dando espaço para que políticas ótimas de reestruturação econômica sejam planejadas e postas em curso. Somado a isto, entretanto, há também um problema macro deflacionário: o excesso de capacidade sobre o qual a economia viria operando coloca pressões para baixo sobre os preços, com externalidades negativas para firmas endividadas, que passam a experimentar um aumento em sua alavancagem real (ajustada pela inflação). Uma abordagem preferível à consolidação via oferta seria, portanto, uma postura agressiva de expansionismo fiscal visando à demanda, podendo contrabalançar essas pressões comentadas. Entretanto, muitas vezes o debate relativo à política macroeconômica chinesa tem sido permeado por críticas ao esgotamento do pacote direcionado à crise de 2008. Como Stiglitz comenta, tais medidas, não obstante suas incompletudes, foram úteis em múltiplas vias dentro de um contexto emergencial (2015: p.2). Se, no entanto, as autoridades nacionais abraçarem medidas eficientes orientadas para a demanda, alargarão seu escopo até mesmo para reformas mais abrangentes pelo lado da oferta. Aqui está sendo deliberado o desempenho econômico e as perspectivas não só para a China mas para todo o mundo, tendo em vista a forte influência global da linha política adotada por Beijing (essa frase ficou um pouco obscura).

Gráfico 11 – Composição do PIB por setor (%), 1990-2014



Fonte: Elaboração própria a partir de National Bureau of Statistics. *China Statistical Yearbook 2015*.

Já o 13º. Plano Quinquenal, mais recente, representa, de certa forma, um papel importantíssimo enquanto primeiro plano quinquenal chinês sob desaceleração e por conter mais claramente as mudanças pretendidas na orientação do modelo de desenvolvimento, perpassando o aprofundamento das reformas econômicas e uma maior clareza no arcabouço legal. Aqui se fez valer a grande influência de Xi Jinping e seus pontos cardeais imprescindíveis para a constituição de uma “sociedade próspera”<sup>33</sup>, a saber: a estabilização das taxas de crescimento de altas para médias; a melhoria nos padrões de vida; a proteção ambiental e o aprimoramento do sistema de governança nacional (Hong *et al.*, 2015: p.6-7)<sup>34</sup>. O primeiro ponto implicaria em menores possibilidades de expansão para a indústria, com o setor de serviços passando a ganhar cada vez mais espaço (tendência já em curso, aliás, vide o gráfico 11) em uma economia com dificuldades de crescer muito acima de 6% ao ano. O segundo, em busca por geração de empregos concomitantemente à ampliação dos serviços públicos essenciais e políticas direcionadas à erradicação definitiva da extrema miséria. A questão do meio ambiente teria lugar através encorajamento da produção de baixo uso carbonífero e melhoria da eficiência energética na matriz produtiva. O arcabouço institucional de governança, por último, se daria com melhorias setoriais, maior eficácia do aparato legal, aumento da credibilidade do judiciário e transparência do governo, dentre outros elementos...

Tal plano quinquenal também coloca a inovação enquanto um dos elementos primordiais a pautar a economia. Em caso de o governo conseguir cristalizar esta ambiciosa estratégia, o progresso científico do país nos mais diversos segmentos será bastante sólido, sendo fator adicional para ajudar na transição de modelo. Ademais,

inovações no ambiente de negócios e em áreas de tecnologias nutririam toda uma nova classe de empreendedores na nação asiática, reformulando práticas tradicionais nas quais as operações eram comumente conduzidas. Todos esses fatores intrínsecos gerariam um câmbio fundamental no arcabouço competitivo global. A adoção de políticas nessas direções aponta perspectivas mais favoráveis às oportunidades de investimento. Concomitantemente, serão redefinidos os marcos de expansionismo "espacial" do desenvolvimento chinês, com foco em determinadas cidades como "clusters" – tal efeito permitiria às cidades do País do Meio melhor alocarem e utilizarem seus recursos para se beneficiarem de competitividade mútua. Uma melhor sinergia entre os pólos urbanos é, de tal modo, também esperado.

Comentando brevemente sobre as implicações da desaceleração chinesa para o conjunto da economia internacional, é mister denotar que, sob o Novo Normal, para além das externalidades negativas geradas para parte do globo, o país também conferiu margem de oportunidades para outras nações, cujos destinos passam a depender largamente da diversificação e adaptação estrutural de seus regimes produtivos. Neste sentido, os tradicionais exportadores de *commodities* (agrícolas ou minerais) representariam o elo mais sensível a tal impacto estrutural, conforme a derrocada relativa da indústria e do setor manufatureiro chinês, somada ao desaquecimento da construção civil e dos investimentos, cristaliza uma redução drástica por tais produtos no mercado internacional (Wei, 2016).

Países produtores de bens intermediários, por seu turno, já se defrontariam com problemáticas de outra natureza, completamente distinta. Tendo em vista a alta proporção de semimanufaturados (basicamente, componentes intermediários) vendidos para a China objetivando conversão em bens finais duráveis nas fragmentadas cadeias asiáticas, a desaceleração, para tal categoria de países, faria tombar as exportações, ocasionando uma problemática árdua de ser equacionada. Entretanto, tais apontamentos não correspondem, evidentemente, a trajetórias futuras já determinadas e consumadas – afinal, tudo dependerá também do grau de sucesso do País do Meio em lograr a transição com poucas turbulências econômicas e sociais, tarefa difícil mesmo para um país de estrutura política tão rígida. O aumento sistemático da renda per capita e do consumo médio da população (urbana ou rural) chinesa, nesta via, será condição fundamental para evitar tais percalços e reequilibrar o país dentro do cenário de menor crescimento; isto, é claro, se for concretizado. Além disso, faria o mercado doméstico nacional continuar um dos mais promissores no futuro, conferindo a muitas firmas e serviços oportunidades de médio e longo prazo, conforme perspectivas que apontam para maior margem de gastos dos consumidores.

Um terceiro conjunto de nações que pode vir a se beneficiar compreende aquelas na condição de competidoras diretas com a China: essas economias podem eventualmente tirar vantagem e aumentar sua fatia de mercado global (*market share*) na medida em que haveria uma tendência de relativo recuo chinês em diversos setores e atividades cada vez mais onerosos. É válido denotar aqui, uma vez mais, como o



país foi “vitimizado” pelo próprio sucesso: o apogeu chinês consolidou ao longo dos anos um aumento no valor de sua força de trabalho, crescentemente qualificada tecnicamente e melhor remunerada (crescendo mais de 100% na última década), obrigando a potência asiática a repensar sua lógica e ordenamento produtivo. Tendo em vista tal custo, muitas de suas indústrias perderam competitividade nos anos recentes, jogando ainda mais os prognósticos de desenvolvimento futuro sob a responsabilidade de ganhos de produtividade e inovação, e não mais de mão de obra barata (Jaguaribe, 2011; Hong *et al.*, 2015; Wei, 2016). Evidentemente, tais ganhos provenientes do novo modelo de crescimento não seriam automáticos, mas sim logrados de modo incremental em meio às instabilidades, sendo importante para os países em desenvolvimento conduzirem reformas para capturar tais oportunidades competitivas, focando em eixos como transportes, logística e capital humano, etc.

Destarte, o arrefecimento também não é sinônimo, absolutamente, de uma perda de poder relativo da potência asiática no xadrez geopolítico internacional. Pelas próprias dimensões colossais de sua economia, mesmo um crescimento atual na base de 6% contribuiria significativamente para o produto bruto mundial em um cenário onde ecos da crise financeira ainda são muito sentidos, com muitos países europeus e emergentes passando por graves dificuldades. Por fim, para as demais nações, a melhor forma de cooperar com uma China em transformação é abraçar mudanças domésticas de fomento da produtividade e manutenção do lastro com a economia global.

## **Conclusão: o papel das finanças em um novo paradigma de desenvolvimento**

Sumarizando as conclusões sobre as transformações na estrutura econômica chinesa, vê-se como esta, de forma geral, passou por uma série de evoluções e transformações institucionais ao longo das últimas três décadas, saindo de um modelo intensivo em trabalho, produzindo bens de baixo valor agregado para outro na condição de maior exportador mundial de manufaturados e com crescente sofisticação dos bens comercializados. A expectativa é que tal regime produtivo continue a galgar posições cada vez mais proeminentes nas cadeias globais de valor, somando-se à remoção de barreiras administrativas ao progresso industrial e aproveitando a sinergia íntima existente entre seu planejamento estatal e a alocação de mercado (Hong *et al.*, 2015: p.23). Ao longo da reflexão proposta neste artigo buscou-se ver de que modo o fim do paradigma de desenvolvimento que pautou a China nos últimos trinta anos, com forte ênfase nas elevadas taxas de investimento e no volume comercial, colocou novas perspectivas e dificuldades, tanto práticas quanto estratégicas, para sua quinta geração de líderes, com especial atenção para o lado financeiro.

Em uma ótica positiva ou otimista, a desaceleração econômica é apontada como fator que compeliaria as autoridades nacionais do país asiático a perseguirem

um modelo mais sustentável no que tange à inclusão social e equilíbrio ambiental, representando uma nova fronteira das reformas de mercado onde elementos como bem estar, inovação e geração de renda passariam a ocupar lugar de destaque (Jaguaribe, 2011: p.47-8; Aglietta e Guo, 2013: p.162). Apesar das dificuldades enfrentadas, é plenamente plausível que a China equacione tais questões no médio-longo prazo, levando em conta suas próprias capacidades estatais e instrumentos econômicos disponíveis, como seu colchão de reservas internacionais, disponibilidade de oferta de crédito para políticas de indução de demanda, capacidade de engendrar novos arranjos institucionais, etc. Ademais, conforme amplia sua liderança econômica, o País do Meio será inevitavelmente conclamado também a assumir maiores responsabilidades na governança global, podendo ressignificar e reformular a ordem financeira internacional. Neste sentido, adquire um horizonte de ampliação de seu próprio poder a estratégia de internacionalização do *renmimbi*, elemento que só poderá ser viabilizado com retirada de controles sobre movimentação de capitais e reformulação de seu regime de acumulação e sistema financeiro, dentro de patamares estáveis de crescimento econômico. Entretanto, de muitas formas, a concretização dessa nova fase de crescimento também dependerá bastante de variáveis do contexto mundial em geral e das políticas e reações adotadas por outros países.

Já dentro de uma leitura mais cética ou pessimista, as dificuldades de conciliação de perda de dinamismo econômico, somadas às fugas de capitais e perda de confiança dos agentes e investidores financeiros, poderão comprometer relativamente a estabilidade transicional do modelo de desenvolvimento, a despeito da resiliência da ordem política mantida pelo PCC. Em tal quadro, é possível aventar movimentos centralizadores por parte dos gestores chineses no sentido de evitar conflitos sociais e blindar setores domésticos das volatilidades existentes, donde encontramos ecos tanto das contradições inerentes às próprias instituições da economia política do país quanto de efeitos da globalização pós-crise de 2008, de natureza qualitativamente distinta. Ante uma maior centralização do poder decisório e econômico, um movimento de liberalização de capitais no país possivelmente se veria atrasado ou postergado, tendo em vista o foco por parte do governo em outras políticas de estabilização.

Concluindo, a trajetória futura da China dependerá intimamente de qual dos dois cenários prevalecerá, visto que ambos implicam redefinições diferentes nas relações entre o Estado chinês e o mercado financeiro, pendendo seja para uma maior intervenção visando proteger interesses domésticos e ativos estatais expostos ao arrefecimento econômico ou uma liberalização da conta de capitais para a busca de objetivos estratégicos no plano externo. Caberá ao presidente Xi Jinping e aos altos escalões burocráticos do PCC e do governo chinês manusearem tal *trade-off* de modo a poderem, efetivamente, atingir os objetivos do paradigma do "Novo Normal", adentrando em um novo período de maior inclusão social e fortalecimento do mercado interno, além de instituições e políticas macroeconômicas voltadas para problemáticas há tanto tempo persistentes no gigante asiático.

## Notas

<sup>1</sup> Desde o início das reformas, tal processo já guardaria uma duração de pelo menos trinta anos, com sucessivas ondas mudancistas e adaptações para com as distintas circunstâncias que se colocavam a cada momento. A despeito de, mesmo hoje, tal processo não estar supostamente completo (em função de muitas instituições efetivamente necessárias para uma economia de mercado nos moldes liberais permanecerem “rudimentares”), por volta de metade da década de 1990 a China já havia vitoriosamente transitado de um modelo de economia de comando para um vinculado aos mercados mundiais (Naughton, 2007: p.85).

<sup>2</sup> Em toda a trajetória chinesa, o papel governamental de aprimoramento da capacitação tecnológica foi notável, conferindo às exportações maior conteúdo tecnológico doméstico, decorrentes de uma forte política de ISI (industrialização substitutiva de importações). Esta tendência seria endossada, dentre outras coisas, pelo aumento de exportações não processadas e pela desaceleração das importações desde 2004 (% do PIB), contribuindo para o crescimento do saldo comercial naquele período. Em suma, a ISI em bens intermediários, concomitante à elevação da capacidade produtiva da indústria pesada, assentou parte importante do *boom* recente do país (Medeiros, 2010: p.9).

<sup>3</sup> Isto deflagra uma mudança fundamental para com o período maoísta, onde a chamada industrialização do “*Big Push*” era enfática quanto a segmentos pesados de bens de capital (Naughton, 2007).

<sup>4</sup> Tal Congresso consolidava o triunfo da abordagem reformista de Deng, mediante cristalização de três pontos pivotais: o endosso, por parte do Congresso Nacional do Povo (CNP), dele como arquiteto da construção do “socialismo com características chinesas”, com participação maior das forças de mercado; a sanção do documento formulador de diretrizes gerais para o modelo econômico; e, finalmente, o recrudescimento do controle estrito do PCC, com fortalecimento das células partidárias em todos os níveis administrativos. Este último ponto deflagrava um contraste nítido entre uma visão mais liberal para assuntos econômicos e outra mais rígida em se tratando de assuntos políticos (Saich, 2015: p.55-6).

<sup>5</sup> Que passaria o poder para a terceira geração de líderes do Partido, capitaneada por Jiang Zemin e Zhu Rongyi.

<sup>6</sup> Corroborando o famoso slogan utilizado pelo governo chinês (gestão Jiang Zemin): “Agarrem as grandes; soltem as pequenas!” (“Grasp the large; release the small!”).

<sup>7</sup> O esforço ambicioso de reforma das estatais criou um setor público muito mais lucrativo se concentrando em grandes empresas na produção-chave de bens e setores básicos de rendes (McNally, 2014: p.65).

<sup>8</sup> Contrastando com outros países ex-comunistas, que se fizeram valer de “terapias de choque”, incorrendo em recrudescimentos inflacionários agudos. Outra diferença importante foi que, enquanto no Leste Europeu houve austeridade e empoderamento da firma privada perante a pública, na China se deu uma interação entre as duas esferas (EMVs de propriedade coletiva muitas vezes recebendo tecnologias e equipamentos das estatais, ao passo que estas investiam diretamente nas mesmas EMVs). (Naughton, 1995; Amsden *et al.*, 1996).

<sup>9</sup> As quatro ZEE iniciais foram: Shantou, Shenzhen, Xiamen e Zhuhai; todas localizadas na costa.

<sup>10</sup> Um importante componente estratégico de liberalização comercial chinesa foi a decisão governamental de garantir vantagens competitivas para firmas engajadas em atividades exportadoras. Tais empresas passavam a gozar então de licença para importarem, sem deveres ou tributos, quaisquer matérias primas ou insumos intermediários necessários à confecção de bens finais para exportação (Edmonds *et al.*, 2008: p.172-3).

<sup>11</sup> Todas essas políticas comerciais contribuíram para acelerar o declínio relativo das SOE e auxiliar as firmas privadas domésticas a ganharem mercados no exterior.

<sup>12</sup> Um indicador comumente utilizado por investidores e/ou economistas para alardear tal definição seria a dependência exportadora do país, medida na relação com o PIB. Tal estatística, entretanto, guardaria suas imprecisões, na medida em que são conceitos “incomparáveis”: as exportações são definidas pelo volume total de negócios, ao passo que o produto interno bruto é visto em termos de valor adicionado/agregado. Seria isto que explicaria, por exemplo, nações asiáticas como Malásia perfazerem mais de 100% das exportações sobre o PIB (Anderson, 2007: p.2-3).

<sup>13</sup> Constituem essas as exportações mais intensivas em P&D (Pesquisa e Desenvolvimento), como nos setores: aeroespacial, computadores, produtos farmacêuticos, instrumentos científicos, maquinário elétrico, etc.

<sup>14</sup> A financeirização pode ser pensada, em termos gerais, como um processo onde o Estado se ateria crescentemente a um arranjo de meios financeiros (ex: mercados de capitais) de modo a gerenciar seus ativos e fomentar investimentos estratégicos. Tais meios compreenderiam três componentes inter-relacionados: a introdução de valores acionistas pelo governo para gestão de ativos; a expansão das instituições financeiras não-bancárias (também para fins de gerenciamento); e, finalmente, a provisão de veículos de financiamento para essas aplicarem em ativos fixos conduzidos pelo Estado (Wang, 2014: p.604-5).

<sup>15</sup> Conforme Naughton, o desenvolvimento financeiro de um país é decomposto em “aprofundado” e “ampliado”. Aprofundamento financeiro seria o aumento na taxa de ativos financeiros em proporção

à renda nacional/PIB. Tal relação seria uma medida do grau no qual a poupança se transforma em investimentos pelo intermédio de instituições financeiras. Em suma: o aprofundamento financeiro indica como efetivamente inst.financeiras realizam sua função primária: mobilizar poupança em investimentos. Já a ampliação financeira refere-se à maior variedade de instituições e instrumentos disponíveis, ocorrendo quando os mercados de capitais se desenvolvem. A ampliação financeira, em síntese, explicita maior poder de escolha para poupadores e investidores, facultando ao sistema combinar diferentes usos com múltiplas fontes de fundos. "Together, financial deepening and broadening are integral to the growth of an economy" (2007: p.450). A diversidade de instrumentos faculta ao sistema responder rapidamente aos choques econômicos e mudanças conforme estes emergem.

<sup>16</sup> M2 (moeda e quase-moeda) equivaleria à identidade de M1 (moeda em poder do público mais depósitos em bancos comerciais) acrescida de depósitos à prazo e títulos do governo em poder do público.

<sup>17</sup> Crédito este direcionado majoritariamente conforme critérios de estrutura de propriedade da firma ou conexões políticas junto ao PCC. O fato de as SOE serem as maiores beneficiárias de tal sistema de repressão financeira permite sugerir que tal fração representante do capital chinês seria, ao menos em tese, uma forte defensora da manutenção do controle de capitais.

<sup>18</sup> Assim, o excesso de inversões bancárias às empresas estatais, mesmo deficitárias, contribuiu para afrouxar os constrangimentos orçamentários.

<sup>19</sup> Uma leitura interessante que detalha os efeitos "estabilizadores" da política econômica chinesa (com relação aos vizinhos do Sudeste e Sul da Ásia) na esteira de tal crise pode ser encontrada em Glosny (2001).

<sup>20</sup> Três são os tipos de ações existentes no mercado financeiro do País do Meio: Ações-A, tipo primário e mais comum, disponível apenas para os cidadãos chineses adquirirem em yuan; Ações-B, determinadas em moeda-corrente estrangeira; e Ações-H, destinadas aos investidores de Hong Kong e outros mercados externos à China.

<sup>21</sup> Esta esquemática de controle de capitais também teria sido útil por irrigar o setor empresarial estatal com recursos e mitigar efeitos de contágio durante cenários de crise financeira, conforme a próxima seção detalhará.

<sup>22</sup> Uma delas seria a divisão rígida e imprecisa entre um "capitalismo de Estado" antagonizando um "capitalismo neoliberal de mercado".

<sup>23</sup> O que pode ser explicado pela função-chave exercida pelos ativos fixos (SOE em particular) na própria dinâmica de acumulação. Esmiuçando o perfil de investimentos na China (altíssimos em paralelo com os padrões convencionais), vê-se como boa parte dos mesmos se constitui enquanto atividades econômicas executadas pelo setor estatal (Vermeiren e Dierckx, 2012: p.1653-4).

<sup>24</sup> Apesar de estas, sem dúvida, também obterem muitos ganhos com o regime cambial neomercantilista (garantido pelo controle de capitais), se tornando parcialmente incorporadas no bloco hegemônico a favor de tal sistema. Em outras palavras, tais firmas são permitidas a atraírem capitais externos apenas para financiarem seus investimentos, e não para propósitos especulativos, por exemplo. Mas é importante atentar que isto não significa que tal arcabouço regulatório não seja incontestado pelos diferentes atores (Vermeiren e Dierckx, 2012: p.1656).

<sup>25</sup> Dada a alta concentração de suas exportações (com seus cinco maiores parceiros comerciais perfazendo 70% do volume total vendido), a economia chinesa enfrentaria sérios problemas enquanto EUA, União Europeia e Japão permanecerem em recessão e/ou com baixas taxas de crescimento.

<sup>26</sup> Uma excelente leitura sobre as desigualdades de renda e processos de mobilidade social na China pode ser encontrada em Nogueira (2011).

<sup>27</sup> Denotando que o diferencial entre as taxas de crescimento do consumo e dos investimentos se alargou ainda mais desde 1989.

<sup>28</sup> Para equacionar impactos negativos da crise financeira, particularmente sobre exportações, o governo anunciou em novembro de 2008 um pacote inicial no valor de 4 trilhões de RMB (586 bilhões de dólares) de estímulo fiscal para os dois anos seguintes (aprox. 13,3% do PIB nominal chinês em 2008). O pacote objetivava induzir a demanda agregada nas seguintes áreas: infraestrutura para transporte público; construir habitações; desenvolvimento rural; projetos ambientais; tecnologia e inovação; ampliação dos gastos com seguridade social e saúde. A maior parcela do pacote (37,5%) foi alocada em transportes. Além disso, tão logo o governo central anunciou tal medida, os governos locais (provinciais) também implementaram seus próprios planos e estímulos em escala mais micro (Yang e Huizenga, 2010: p.134).

<sup>29</sup> Na esteira deste processo urbanizador vieram também maiores investimentos na indústria pesada (segmentos de aço, ferro, alumínio, vidro e química), uma ampliação da ISI e uma dinâmica diversificadora de exportações, impactando a natureza do padrão de crescimento. Medeiros considera importante assinalar que tal expansão já viria sendo desde 1997, embora tenha sido ampliada nos anos recentes (principalmente após o ingresso na OMC), com o mercado interno e sua enorme escala se tornando fonte de atração de investimento externo e potencialidade de consumo (2010: p.10-1)

<sup>30</sup> Vale lembrar, no entanto, que tais políticas de desvalorização cambial condizem perfeitamente com uma tendência mais comum dentre economias emergentes e avançadas em anos recentes. Na esteira da crise financeira global, muitas delas focaram em políticas monetárias altamente expansionistas, redução drástica das taxas de juros, “*quantitative easing*”, etc, de modo a injetar ânimo nas atividades produtivas (El-Erian, 2016).

<sup>31</sup> No curso (ainda bastante inicial) dessa reestruturação, muitos fatores negativos se deram (e/ou estão se dando ainda) na agenda financeira – o estouro de uma bolha de capitais; uma política cambial extremamente oscilante e mal administrada; êxodo de capital financeiro; etc (Roach, 2016).

<sup>32</sup> Relacionados aos tópicos: mercado de trabalho; reestruturação produtiva (objetivando fortalecimento do setor terciário como carro-chefe da economia); inovação científica; bem-estar social e conservação.

<sup>33</sup> Por “sociedade próspera” implica-se em um país desenvolvido, industrializado e moderno, dotado de patamares mais elevados de riqueza, qualidade de vida e ambiental. O termo foi alcunhado pela primeira vez por Deng Xiaoping em 1979 para descrever uma projeção de futuro almejada. Posteriormente, foi trazida de volta à tona pela gestão Xi.

<sup>34</sup> Para além das questões econômicas, o PQ também trazia tópicos mais abstratos/gerais como cultura e civilização, apregoando a moralidade pública mediante maior senso de coletivismo.

## Referências

- AGLIETTA, M.; GUO, B.** *China's Development: Capitalism and Empire*. London: Routledge, 2013.
- AMSDEN, A. et al.** “China’s Macroeconomy, Environment, and Alternative Transition Model”. *World Development*, Vol.24, N.2, 1996. pp.273-286.
- ANDERSON, J.** “Is China Export-Led?”. *UBS Investment Research - Asian Focus*, 2007. pp.1-12.
- EDMONDS, C. et al.** “China’s rise as a trading power”. IN: McNALLY, Christopher. *China's Emergent Political Economy: Capitalism in the Dragon's Lair*. London: Routledge, 2008. pp.169-189.
- EL-ERIAN, M.** “The Chinese Economy’s Great Wall”. *Project Syndicate*, 2016. Disponível em: < <https://www.project-syndicate.org/commentary/chinese-growth-slowdown-global-economic-turmoil-by-mohamed-a-el-erian-2016-01>> Acesso em 13 de fevereiro de 2016.
- GAO, X.** “State-owned enterprises in China: How big are they?”. *World Bank*, 2010. Disponível em: < <http://blogs.worldbank.org/eastasiapacific/state-owned-enterprises-in-china-how-big-are-they>> Acesso em 27 de janeiro de 2016.
- GLOSNY, M.** “Stabilizing the backyard: recent developments in China’s policy towards Southeast Asia”. IN: EISENMAN, J. et al (eds.) *China and the Developing World: Beijing's Strategy for the Twenty-First Century*. London: East Gate Books, 2007. p.150-186.
- HONG, W. et al.** “China’s 13th Five-Year Plan (2016-2020): Redefining China’s development paradigm under the new normal”. *China's Policy Think Piece Series Issue No.2*. Dezembro de 2015. pp.1-25.
- HU, A.** “Embracing China’s New Normal: When the Economy Is Still on Track”. *Foreign Affairs*, Vol.94, N.3, 2015.
- HUNG, H.** “A Caveat: Is the Rise of China Sustainable?”. IN: HUNG, Ho-Fung (ed.). *China and the Transformation of Global Capitalism*. Baltimore: The Johns Hopkins University Press, 2009. pp.188-202.
- JAGUARIBE, A.** “China: estratégias de modernização alternativa”. *Desenvolvimento em Debate*, v.2, n.2, 2011. pp.39-49.
- McNALLY, C.** *China's Emergent Political Economy: Capitalism in the Dragon's Lair*. London: Routledge, 2008.
- \_\_\_\_\_. “The evolution and contemporary manifestations of Sino-capitalism”. IN: BECKER, Uwe. *The Brics and emerging economies in comparative perspective: political economy, liberalization and institutional change*. London: Routledge, 2014. pp.53-78.

**MEDEIROS, C.** "Economia e Política do Desenvolvimento Recente na China". *Revista de Economia Política*, vol.19, n.3 (75), julho-setembro, 1999. pp.93-112.

\_\_\_\_\_. "O Ciclo Recente de Desenvolvimento Chinês e seus Desafios". *Observatório de Economia Global*, N.3, 2010. pp.1-23.

**NATIONAL BUREAU OF STATISTICS.** *China Statistical Yearbook 2009*. Disponível em: < <http://www.stats.gov.cn/tjsj/ndsj/2009/indexeh.htm> >.

\_\_\_\_\_. *China Statistical Yearbook 2012*. Disponível em: < <http://www.stats.gov.cn/tjsj/ndsj/2012/indexeh.htm> >.

\_\_\_\_\_. *China Statistical Yearbook 2014*. Disponível em: < <http://www.stats.gov.cn/tjsj/ndsj/2014/indexeh.htm> >.

\_\_\_\_\_. *China Statistical Yearbook 2015*. Disponível em: < <http://www.stats.gov.cn/tjsj/ndsj/2015/indexeh.htm> >.

**NAUGHTON, B.** *Growing Out of the Plan: Chinese Economic Reform, 1978-1993*. Cambridge University Press, 1995.

\_\_\_\_\_. *The Chinese Economy: Transitions and Growth*. Cambridge: The MIT Press, 2007.

**NOGUEIRA, I.** *Desenvolvimento Econômico, Distribuição de Renda e Pobreza na China Contemporânea*. Tese de Doutorado. IE-UFRJ, 2011.

**ROACH, S.** "False Alarm on China". *Project Syndicate*, 2016. Disponível em < <https://www.project-syndicate.org/commentary/china-crisis-false-alarm-by-stephen-s-roach-2016-01> >. Acesso em 9 de fevereiro de 2016.

**RODRIK, D.** *The Globalization Paradox: Democracy and the Future of the World Economy*. London: W. W. Norton, 2011.

**SAICH, T.** *The Governance and Politics of China*. 4.ed. London: Palgrave Macmillan, 2015.

**SCHMIDT, D.** "The Financial Crisis and Its Impact on China". *China Analysis* 67, Janeiro de 2009. pp.1-4.

**STIGLITZ, J.** "China's bumpy new normal". *Nikkei Asian Review*, 2016. Disponível em: < <http://asia.nikkei.com/Viewpoints/Viewpoints/China-s-bumpy-new-normal?page=1> >. Acesso em 28/01/2016.

**THE PEOPLE'S BANK OF CHINA.** *Annual Report*. Vários anos. Disponível em: < <http://www.pbc.gov.cn/english/130739/index.html> >. Acessado em 25 de janeiro de 2016.

**TRADING ECONOMICS.** *Trading Economics Database*. Disponível em: < <http://www.tradingeconomics.com/> >. Acessado em 25 de janeiro de 2016.

**VERMEIREN, M.; DIERCKX, S.** "Challenging Global Neoliberalism? The global political economy of China's capital controls". *Third World Quarterly*. 33:9, 2012. pp.1647-1668.

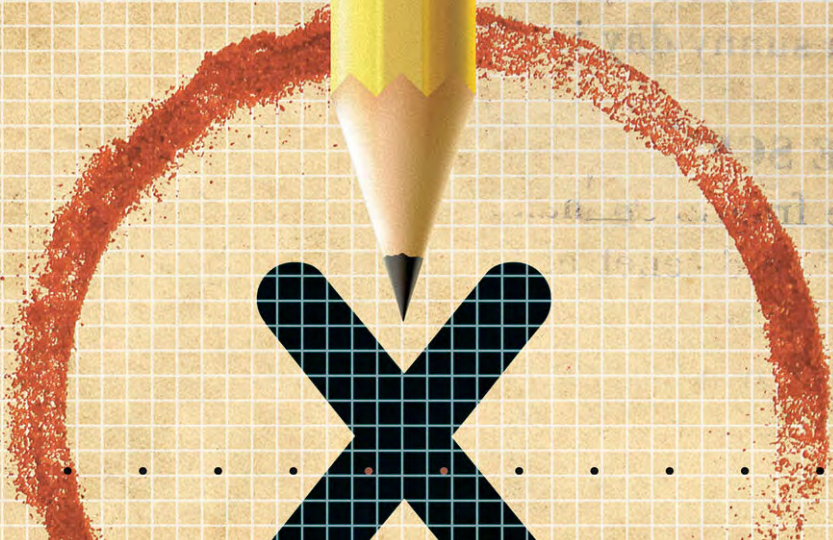
**WANG, Y.** "The rise of the 'shareholding state': financialization of economic management in China". *Socio-Economic Review*. Vol 13, No.3, 2015. pp.603-625.

**WEI, S.** "China's Slowdown and Asia's Economy". *Project Syndicate*, 2016. Disponível em: < <http://www.project-syndicate.org/commentary/china-slowdown-asian-economy-by-shang-jin-wei-2016-01> > Acessado em 24 de janeiro de 2016.

**WORLD BANK.** *World Development Indicators*. Disponível em: < <http://data.worldbank.org/data-catalog/world-development-indicators> >.

**YANG, L.; HUIZENGA, C.** "China's Economy in the Global Economic Crisis: Impact and Policy Responses". In.: UNCTAD. *The Financial and Economic Crisis of 2008-2009 and Developing Countries*. New York: United Nations, 2010. Disponível em: < [http://unctad.org/en/Docs/gdsmdp20101\\_en.pdf](http://unctad.org/en/Docs/gdsmdp20101_en.pdf) >. pp.119-148.







# Limits of VoC and institutional complementarities in the semi-periphery: comparative analysis of reforms in Brazil and India

## *Limites da VoC e complementariedade institucional na semi-periferia: análise comparativa das reformas de Brasil e Índia*

\* Carlos Henrique Vieira Santana

### Abstract

In VoC theories, adopted in OECD countries, the state does not fulfill an important role in the productive system. On the other hand, by analyzing the trajectory of the semi-periphery countries, there is no way to describe the mechanisms of institutional complementarity without holding the state in the center of the model. That's the trajectories of Brazil and India. To evaluate the role of the state as a strategic actor in semiperipheral institutional complementarity this proposal suggests analyze the role of the state in the commanding heights of economic liberalization. In particular, the role of public banks and pension funds as anti-cyclical and coordinators actors of the new corporate ownership restructuring and external insertion adopted by large conglomerates in Brasil and India in the past ten years. Understanding this is crucial to point out the limits of theories of varieties of capitalism, providing assistance to expand its analytical scope.

Keywords: varieties of capitalism; Brazil; India; institutional complementarities; semi-periphery

### Resumo:

*Nas teorias de Variedade de Capitalismo (VoC), adotadas nos países da OCDE, o Estado não cumpre um papel importante no sistema produtivo. Por outro lado, através da análise da trajetória dos países da semiperiferia, não há nenhuma maneira de descrever os mecanismos de complementariedade institucional sem incorporar o Estado no centro do modelo. Essas são as trajetórias do Brasil e da Índia. Para avaliar o papel do Estado como um ator estratégico na complementariedade institucional semiperiférica esta proposta sugere analisar o papel do Estado nos altos comandos da liberalização econômica. Em particular, o papel dos bancos públicos e fundos de pensão como atores anti-cíclicos e coordenadores da nova reestruturação societária e inserção externa adotada por grandes conglomerados no Brasil e na Índia nos últimos dez anos. Compreender isto é crucial para apontar os limites das teorias de variedades de capitalismo, prestando assistência para expandir o seu escopo analítico.*

*Palavras-chave: variedades de capitalismo; Brasil; Índia; complementariedades institucionais, semiperiferia*

\* (PhD in Political Science at IESP/UERJ, Associate Researcher at the Brazilian National Institute of Science and Technology (INCT), and Research Fellow at Humboldt Stiftung and Postdoctoral Researcher on Technische Universität Darmstadt,

## Introduction

One of the crucial questions in the trajectory of market-oriented reforms in the global semi-periphery is to understand the State's regulatory capacity, especially in the employment of the financial instruments at its disposal, contributed towards the emergence of a new structure of corporate property and a new productive regime. The trajectory of embedded neoliberalism observe in the semi-periphery has the potential to reinforce the dichotomies of national productive regimes, to the extent that internationalized tend to orient their investment, innovation, supply chain articulation and restructuring decisions (in other words, decisions that imply gains and losses in terms of income and employment) according to market strategies that are not complementary to the domestic economy (Kurtz and Brooks 2008). To what extent did the financial instruments controlled by the State contribute to increase or reduce this dichotomy, reflected in the pattern of integration if internationalized countries with the domestic economy, as well as in the duality in terms of access to rights and income between the formal or precarious social strata?

What is relevant for the general argument of this article is to emphasize that the accommodation of coalitions in the context of market-oriented reform in Brazil and India has found in the State the fundamental coordinator, largely supported by its own financial institutions in charge of allocating investment and credit. These institutional investors guarantee capital for the corporative adaptation in international settings at the same time they legitimize and accommodate conflicts of interest within the social coalition. The institutional investors act as a bloc of shareholders and seek to discipline and regulate the mechanisms of this new financial capitalism.

Through this analytical perspective, I consider that it would be possible to evaluate the role of the State as a strategic actor in institutional complementarity in countries of the semi-periphery. Particularly, through the role of public banks and pension funds as counter-cyclical actors and the coordination of a new restructuring of corporative property and the international inclusion pursued by Brazil and India in the last ten years. The understanding of this aspect is crucial to point out the limits of the theory of varieties of capitalism, offering support to expand its scope of analysis.

## Models of governance

A significant portion of the literature on corporative governance focuses on the shareholding, which impacted on the transformation of corporate culture revolution, the developed under the leadership of Wall Street (Ho 2009). The center of this transformation was, evidently, the United States, where until the 1970s the corporation was deemed a stable social institution, responsible for the negotiation of multiple constituencies, evaluated within a long term interval that went beyond trimestral bottom lines. After the emergence of investment banking, in the wake of the 1980

recession, Wall Street stipulated a new pattern in the cycle of corporate compensation, led by a set of financial institutions and networked agents (investment bankers, mutual and pension funds, stock exchanges, hedge funds and private equity companies) which incorporated a particular ethos, constituted by practices that became the cutting edge of globalized capitalism in the United States. These actors linked in networks, also became the carriers of financial theories and models that not only analyzed and described financial markets but also 'performatised' them (Callon 1998; Mackenzie 2006). This trajectory consolidated one of the pillars of the neoliberal market economy, crucially focused on a pattern of scattered shareholders, in which proprietors and administrators are separated. This trajectory became consolidated particularly in the United States and became the cornerstone of orthodox economic discourse, although this cannot be generalized to include all capitalist economies.

One feature of the varieties of capitalism literature concerns the effects of the financing patterns on productive regimes. In the coordinated market economy model, the role of banks as mediators is predominant and complements the other variables, characterizing what has been dubbed "patient capital." In this variety, the returns on investments take place in the long run and the ownership network established by banks ensures of the fluctuations in employment, income technological levels and so on (Hall and Soskise 2001; Albert 1993). Unlike what one could imagine in a context in which the corporate Anglo Saxon model hegemonic model prevails, the diffuse shareholder ownership model is not so common around the world. The fundamental question is that corporate governance systems vary not only among countries but also in the course of time in each country (Rajan and Zingales 2003). In most cases, whether in developed or developing countries, activism on the part of large stakeholders still plays an important role in corporate governance (La Porta et al 1999).

The system of corporate governance reflects public policy choices. Countries approve laws that configure incentives that, in turn, constitute systems of governance. Countries with strict anti-insider information trade rules and strong protection for minority shareholders and effective anti-trust regulations tend to follow diffuser ownership patterns and oversight through councils elected by shareholders. On the other hand, countries that adopt a bloc ownership model allow pyramid-shaped leverage systems and cross ownership, limiting competition and undermining protection for minority shareholders. In this context, interest groups fight for laws and regulations and can gear their preferences according to their position in the governance system (Aguilera and Jackson 2003).

Considering that politics is the independent variable to understand models of corporate governance and the possibilities of change over time, it is necessary to identify actors and how their preferences are organized within political institutions. According to the model proposed by Gourevicht and Shinn (2005), shareholders, administrators and workers develop distinct preferences regarding the regime of corporate governance. Furthermore, as there are more than one functions of

preference for each group, different coalitions can be created. Owners administrators can become allies to contain worker demands for salary and safety; workers and administrators can come together to ensure jobs and stable salaries in the company or, workers and owners can align to limit the costs of the agency of administrators and thus preserve the liquidity of investment and pensions.

One aspect of special interest here – to be further explored ahead – are workers who command their own pension funds and those who depend solely of the general public pension system. These two segments tend to develop distinct preferences in terms of their interests concerning corporate governance, as pension funds also become relevant institutional investors and the owners of shares in large corporations. This group doubles as workers concerned with income stability and employment and as investors with an eye on their investment savings. Depending of the profile of the investor, pensions funds – minority shareholders or large players – these actors tend to opt for an internal or external oversight mechanisms.

In order to understand corporate governance it is also necessary to assess how the relationship between stakeholders occurs in the decision-making process and in the control of corporate resources. Distinct forms of capital (banks, pension funds, individuals, families and so forth) possess different kinds of identities, strategies and timeframes. Considering the analysis conducted by Aguilera and Jackson (2003), in order to understand the national diversity of corporate governance it is necessary to understand the gaps in behavior and the institutional regulations that affect capital, labor and management.

One of the most promising theoretical strands useful in explaining the support of this kind of policy is coalition transparency (Gourevitch and Shinn 2005). Shareholding of labour unions from state-owned companies through pension funds has expanded exponentially in the last few decades, transforming them into actors with vested interests in corporate governance. Thus, workers organized in pension funds have acquired vested interests to the extent the pension remuneration depends on the variable income extracted from participation as minority stakeholders in strategic industry sectors of the economy. This union base has linked patterns of corporate governance to job security, to the extent that such practices can increase transparency, promote accountability and reduce trust hazards.

Research on this type of new activism has revealed unforeseen aspects. Part of the literature on corporate governance has associated the emergence of new institutional actors to the increase of agency costs and the undermining of minority stakeholders rights (Roe 2003). In general terms, the actions of pensions funds was linked to the resistance against reforms in the financial systems oriented towards stakeholder scattering. More recent comparative studies have shown, first, that movements towards stakeholder dispersion has resulted in the expansion and deepening of regulation, and that political actors and left-wing parties have acted decisively in the political construction of this process (Cioffi and Höpner 2006).<sup>1</sup>

In the semi-periphery, as we shall see, it has been hardly different. Pension funds and public banks stand out as the main champions of corporate governance. However, corporate governance does not mean per se the defense of self-regulation of the market, nor an orientation towards stakeholder dispersion, centered on the separation between stakeholder/owners and managers. In this scenario, the approach that treats institutional investors as the harbingers of morality in financial capitalism is pertinent, however this does not imply a sort political surrender to the logic of the self-regulated market, as the literature centered around research conducted in Brazil and the United States suggests (Ho 2009; Jardim 2009). As we shall see, this is because activism of these institutional actors in the semi-periphery is not limited to minority stakeholder position without the coordination with other political actors, such as the State. Furthermore, the degree of concentration of assets in the hands of these stock and credit market actors in the semi-periphery place them in a very distinct position relative to their North American and European counterparts, who fundamentally act as minority stakeholders with representation of the bloc that controls administration councils.

## **The State and corporate governance**

The leads provided by the literature on corporate governance are rather elucidating since, by establishing coalition patters as a variable to understand models of governance, it offers and excellent tool to understand the trajectory of internationalization semi-peripheral economies, taking into consideration the changes in the incentives and resources of strategic actors. However, considering the emphasis on the global semi-periphery, it is necessary to bring back the state to the center of any model of corporate governance and propose some coalition models in which the state is an active part of the equilibrium among strategic actors.

Part of the literature seeks to explain the growing significance of pension funds in relation to the limited fiscal powers of the State, the change in the equilibrium of power among bank and non-financial institutions and the financial services industry. The pension funds emerge in a context of withdrawal of the middle class from a distributive project of developed based on crossed subsidies or the transference income for other groups of consumers' public services. The intermediate income segments of society began seeing themselves as consumers of public goods and expect a level of quality similar to the market. In this sense, the functional coherence of the Welfare State, or that comes close to that, is being jeopardized by the fragmentation of the electorate in rival groups of consumers of public goods, all vying to maximize their lot of resources (Clark 2000; Streeck 2012). In this scenario, pension funds or organizations that represent them tend to become activists for the rights of minority stakeholders. As mentioned above, the variable of distinction in this scenario in relation to the Indian and Brazilian context is that in these countries in the semi-periphery pension funds do

not exclusively play the role of minority stakeholders. They represent the fundamental supporters of public debt – they are the buyers of most public bonds issued. On the other hand, a significant part of the strategic economic sectors, they are not only the stakeholders, since they are in the control bloc next to public banks under the State's coordination. We shall see how this has become a crucial question among Brazilian and Indian institutional investors.

## **Public banks and pension funds in corporate governance**

One of the central aspects of the market-oriented reforms both in India and Brazil is the divestment made by the State by means of privatization of its assets yet without necessarily losing its regulatory capacity. The State's withdrawal from the control of strategic companies did not necessarily represent the loss of voice and influence in strategic decision in crucial economic sectors. In fact, there are several studies that point out not only the maintenance of the capacity of coordination of the State's corporate decisions, as well as the expansion of regulatory power (Naib 2009; Nayar 2009; Schneider 2009b; Lazzarini 2011). This analytical prism has reinforced the Polanyian perspective of the dilemmas of collective action in deregulated markets and the need of the State to coordinate them.

The State's withdrawal from the control of strategic companies did not necessarily represent the loss of voice and influence in strategic decision in crucial economic sectors can only be understood to the extent we analyze the role of public banks and pension funds in the privatization process. This is not the place for a detailed foray into this process – to this end it suffices to say that privatization consortia had the prominent participation of these financial institutions, which inputted a significant amount of capital alongside private actors. It is necessary to emphasize the political context in which the bank as well as the pension funds were led to be a part of the privatization process. On one hand, the ideological siege of neoliberalism, whose rhetoric is centered around the fiscal crisis of the State manifest in the pension deficit. The complementary pension system as an active actor in the market serves as the antipode of its "poor cousin" the general public pension system. The capitalization model competed with the repartition model (Jardim 2009; Grün 2007).

The State as the agent of incremental market-oriented reform did not abandon its strategic position in the corporate governance of capitalism. It has, however, redefined the margins of maneuver in macro-economic so as to reconcile greater economic liberalizations and its consequences in terms of the autonomy of domestic policy, taking into account the political and social demands for a share of national income. This is the dilemma the literature has sought to qualify as neo-developmentalism.

What distinguishes this novel form of State activism regarding the previous trajectory is the emphasis on adjusting to the market rather than seeking domination. The previous brand of developmentalism was anchored in the shift from savings to

investment, limitation of real income, and stratified and focused social policy. The novelty of the new model corresponds to an expansion public services without compromising public accounts generating a significant impact in terms of the reduction of inequality (Arbix and Martin 2010). The newfound protagonist role of the State represents an agenda adapted to the previous neoliberal consensus whose main aim achieve full employment in conditions of financial and price stability. To this end, the model shares some traits with previous developmentalism, as exemplified of the strengthening of the international political economy focused on the competition among nations carried out by domestic companies. However, the scenario in which the strategy unfolds is no longer that of protectionism. The legacy of reforms that led to economic liberalization and macroeconomic policy that created price stability were not only incorporated but also outlined a new model. Thus, the set of counter-cyclical social policies of the period did not truly infringe the tenets of orthodox fiscal and monetary policy (Ban 2013). What moderated these restrictions and created a margin of maneuver for a strategic intervention of the State was the possibility to employ public banks and pension funds. As an instrument insulated from the Executive branch, whose endowments are not subject to the Legislative's scrutiny, public banks were and still are the main comparative institutional advantage of the government in terms of development policy (Mettenheim 2010).

Unlike Brazil, however, the instruments of coordination of the Indian State do not seem to have been capable of fostering growth at the same time as employment and income expansion, as in Brazil during the last ten years. The expectation that manufacturing would lead the generation of productive jobs with trickle-down effects in the rest of the economy proved to be unrealistic. During this whole period market-oriented reforms in India, the growth of salary incomes was always below the level of productivity, combined with low employment elasticity in the most dynamic industrial sectors, and especially the services sector.

The ambivalence of a new form of State activism in a macroeconomic context full of restriction becomes clear in the way the so-called "commanding heights" of the state and the corporate world interact. The associations between institutional investors under the coordination of the State and private stakeholders established a degree of mutual interdependence and disciplining that confers visibility to a new and complex games of allegiances that needs to deal with a scenario of strong demand for distribution and a monetary and currency configuration that intensifies external competition and affects the variables of external competition and affects variables of employment and income.

By emphasizing the centrality of state activism this article contributes towards unveiling one of the aspects of political sociology of a literature that has been seeking to explore a new pattern of development consolidated in the last ten years in the global semi-periphery. By turning to a dimension of corporative governance and identifying its strategic actors this investigation seeks to evaluate how corporate coalitions, to a



great extent brought together by State-led financial mechanisms outline the inclusive dimension of the model of growth. In a democratic context in which public policy linked to the budget possess a rather limited degree of liberty, the possession of financial instruments such as public banks and pension funds consolidate an arena of coordination between public and private interests of significant part of the economy. The business sector at large in all sectors of the economy need to negotiate corporate decision with large creditors and shareholders and, among them are included the pension funds representing workers and public banks representing the State.

## **Interest groups and their preferences in Brazil**

Entrepreneurs who seek to internationalize do so to increase gains in terms of scale and, to this end, need capital to make share acquisition. However, these capitalists cannot expand their participation in the capital of other companies without diluting their own capital, and thereby risk an aggressive takeover. Thus, the presence of financing institution such as the National Bank of Social and Economic Development (BNDES) and the pension funds, endowed with shareholder participation with veto power over mergers and acquisitions, has served as a roadblock to the process of internationalization.

The State, through public banks, and the syndical base of internationalized sectors of the economy, through pension funds, have been active in the restructuring with the national entrepreneurial community. This process began during the market-oriented reforms and not necessarily new in Brazilian corporate history (Evans 1979), when private actors participated in the privatization consortia intertwined with state and pension fund actors. Up until then, public banks and pension funds would input capital with minority partners, had a golden share but did not have voice nor arbitrated in corporative decisions, as became very clear in the case of the rumors in the case of privatization of the telecommunications sector. The government preferred to auction the shares of the controlling bloc instead of making public offers of shares, because this would guarantee the best alternative for the capture of price control and, thus, a larger volume of resources to reduce the public debt.<sup>2</sup> In order to guarantee greater efficiency in this strategy, the government approved article 254 of Law 6404/76 that guaranteed to minority stakeholders the right to sell their shares at the same price paid to the controlling group in the case of an asset transfer, an instrument known as the “tag along.” This measure evidently undermined minority stakeholders and guaranteed the government the upper hand in all privatization sales. On the other end, the law allowed companies to issue shares without voting prerogatives (preferential votes) in an amount of up to two thirds of the total stock of capital. This allowed that the control of one company could be guaranteed with only 1/6 of total capital (Gorga 2006). With the consolidation of the new rules of corporate governance in the financial market and the exponential growth of variable assets in the last ten years the BNDES pension

and participation funds have become central actors in most all shareholder structure restructuring in Brazil. Despite the vertiginous of the financial capitals as a source of financing, especially through Initial Public Offerings, the fund for long term financing and high risk ventures still depends on public financing agents.

According to the Center of Capital Market Studies (Cemec), of the R\$ 1.2 trillion of corporate debt, only 24% (i.e 300 billion) are financed by the financial capital market.<sup>3</sup> Banks, and particularly public banks, are those who guarantee the financing of the long term corporate investment in Brazil. Furthermore, considering that the BNDESPar and Previ are the main financial actors in the capitals market, at the helm of a portfolio worth, respectively, R\$ 100.6 billion and R\$ 90 billion, it is possible to say with such a significant presence of these actors in the capital market implies a coordinated mode of financing. There is abundant literature identifying the Brazilian economy as a hybrid model in which the State and private actors act in coordination by means of the financing of public banks (Stallings and Studart 2006). The role of the capital market still is limited not only in terms of the still small number of companies listed in the stock exchange, but also to forms of financing that do not fulfill long term needs, since it focuses mostly on working capital. The volume of BNDES disbursements is still higher than the volume of resources available via the stock market. In parallel to the large investment funds in the capital market there are the State-owned branches and pension funds, especially the BNDESPar and Previ. BNDESPar detains the country's largest portfolio, participating directly in 3030 companies and exercising a high level of oversight (Schapiro 2010).

The mechanism that in fact ensures the BNDES's capacity to oversee is based on the so-called 'acordo de acionistas', or shareholders' agreement, which governs the relationship between investors and beneficiary companies. Based on contract clauses, the bank formally guarantees participation in the administration of the company and backs corporate decisions. The shareholders' agreement comprises: 1) previous consent by the BNDES concerning certain decisions, as, for example, (a) shareholding decisions such as the increase or reduction of capital; (b) mergers and acquisitions; (c) investment in other areas other than those belonging to the core activities of the business; (d) the concession and acquisition of technology; 2) participation in the Council of Directors; and 3) free access to the company's information (Shapiro 2010). Unlike England and Eastern Europe whose model of privatization was based on the strategy of shareholding privatization, the Brazilian strategy was based on the selling of control of majority stakeholders. This model applied to 86% of the total of privatizations, being that 53% of the buyers participated as associates in mixed consortia, made up of private domestic groups, international groups and actors linked to the government, basically public banks and pension funds (De Paula; Ferraz and Lotty, 2002).

## Analysis of segments and actor behavior

As mentioned above, the BNDESPar and the pension funds (especially Previ) are the main institutional investors in the Brazilian capital market. According to data provided by the National Superintendence of Complementary Pension (Previc), until 2011, the investment portfolio of the pension fund amounted to R\$ 539.7 billion, formed by 360 entities and 2.6 million individual members, or 3% of the economically active population. The funds' portfolio is mostly comprised of public bonds (57%) and stocks (32.4%). Brazil ranked 8th in the world in pension funds, being that they represent 17% of the GDP.<sup>4</sup> Although it lags behind leading capitalist countries in terms of pension funds, Brazilian pension funds have grown at an annual rate of 15% in the last 10 years, surpassing all large economies in terms of growth rate, according to Towers Watson consultants. As it is impossible to assess all complementary pension entities, the objective here is to restrict the analysis to the three largest ones: a Previ, which represents the employees of Banco do Brasil; Petros, the employees of Petrobras; and Funcef, which congregates state bank Caixa Econômica Federal's pensioners.

## Analysis of funds

When he left the presidency of the Funcef, after eight years, Guilherme Lacerda had consolidated the third largest pension fund in Brazil, whose assets were estimated to be worth R\$ 43.8 billion. According to data provided by the Abrapp, Funcef was the second fastest growing pension fund in the last eight years – 327.8%. Cumulative profit of fund assets was 300.3%, easily surpassing the target of 46%. Despite the structural reduction of interest rates between 2003 and 2010, Funcef did not significantly reduce the application of funds in fixed-return investments, but expanded applications in variable income fund – a portfolio worth approximately R\$ 100 billion. This is the largest pension fund in Latin America and the 24th globally, according to a ranking devised by Pensions & Investments magazine.<sup>5</sup>

Next to pension funds, the BNDES's holding branch, BNDESPar, has also been undergoing rapid transformation. Since 2007, the fund has increased five fold, increasing its assets from 25 billion Reais in 2007 to 125 billion Reais in 2011. The bank's "shopping spree" in the context of the financial crisis enabled an enormous capacity for debt so that Brazilian companies could turn to acquisitions within the country and abroad. This also expanded the direct shareholding participation of the fund in the creation of large conglomerates. The company's portfolio, considering share, debentures and funds are concentrated mainly in the oil and gas (36%), mining (21.2%), electrical energy (11.7%), food (9.8%), telecommunications (4.4%) and paper and cellulose (4.3%) sectors.<sup>6</sup>

The State, through its public banks and pension funds, can act as an active member in control blocs, with shareholding powers that include vetoes. In the case of mining,

energy generation and distribution, transportation, oil, telecommunications, and food these institutional investors act as blockholders, with, at least, veto powers.

### **Exemplary cases: mining and energy**

The case of Vale, the mining company, is emblematic because the BNDESPar and pension funds currently hold a majority of the company's ordinary shares (with veto powers), the power to appoint the president of the administration council and joint decision over the company's president. When Vale was privatized in 1997 for US\$ 3.3 billion to a group led by Benjamim Steinbruch of CSN, the national steel company, BNDESPar and pension funds detained only 35% of shares. In 2011, Vale announced a new profit of US\$ 6.6 billion and a market valuation of R\$ 250 billion, while BNDESPar and pension funds accounted for 60% of the company's shares. What led to this extraordinary change and what were the implications on the behavior of actors? The first factor that must be highlighted is that since privatization institutional investors never lost the veto power in strategic decisions, a condition acquired once a 25% share is achieved. Since privatization, state and private actors, both national and foreign, have been adjusting the shareholding structure of the company in the attempt to strike a balance to unite this tripartite consortium. Initially, the un-crossing of shares between the CSN and Vale in 2001 allowed Steinbruch to leave Vale and assume control of the CSN, while Bradesco and Previ expanded participation in Vale, assuming control. In 2003, Bradespar sold 18.2% of its part of the bloc to Mitsui, a Japanese company, prompting the other partners to thwart the emergence of new strategic actors. This move became clear with the acquisition of 11.6% of the shares of InvestVale by BNDESPar, blocking the possibility of giving a foreign partner veto power in strategic decisions.<sup>7</sup>

After 2006, Vale began a cycle of acquisitions internationally and became, next to Petrobras, one of the largest companies in Brazil. It is important to highlight that the growth of assets of the company through its acquisitions in Brazil and abroad occurred in parallel to the expansion of the share participation of institutional investors. At the same time, the institutional investors at Vale that were part of the control bloc defended a model of corporate governance beyond the reach of the Brazilian stock exchanges, the Novo Mercado and BM&F. By planning the acquisition of mining company Xstrata in 2008, Vale planned to expand its capital in the London stock exchange, but its request was denied based on the grounds that the company would have to abandon its share structure model that distinguished between preferential and ordinary shares. Controlling shareholders do not admit the merging of shares as this would dilute control and create a company with diffused control.<sup>8</sup>

Also active in the energy section, the pension funds and BNDESPar play a crucial role. Previ has strategic shares in two holdings in the electrical sector: 32% of the capital of the CPFL and 39% of Neoenergia. As in the steel and telecommunications sectors,

cross-ownership was undone and this allowed funds, in coordination with public banks, to chose business groups who would be more willing to follow an investment agenda in line with the energy-supply priorities of Brazil in the long term.

On the other end, in energy generation and large infra-structure works, financial innovation led to the creation of large-scale Investment Funds with the prominent participation of the BNDES and pension funds. As a result of the demand by institutional investors such as the pension funds, in 2009 the National Monetary Council expanded the upper-limit of investment in variable income relative to the net assets of the pension funds, from 50% to 100%.<sup>9</sup>

This change had a direct impact on the creation of investment funds in energy generation (such as hydroelectric) and investment in equipment for the oil industry. In this regard, Invepar and FIP Sondas stand out. The first was created in 2000 and is an investment fund geared towards road infrastructure and transportation, in a partnership formed with Previ, Petros and Funcef. The second is an investment fund specialized in the construction of deep-sea leads for the exploration of oil in the pre-salt layer. The fund's model comprises institutional investors (Previ, Petros, Funcef and Valia) and financial actors (Bradesco and Santander) as stakeholders and intends to raise US\$ 4.5 billion, 80% of which should be financed by the BNDES with resources of the merchant marine and the remaining by the other partners.<sup>10</sup> In combination with the revival of the naval industry, this financial model for the import substitution of lead is one of the main wagers in technological innovation to explore the pre-salt frontier.

Considering the fiscal and credit effort by the State to ward off the crisis in 2009 and 2010 and keel investment flowing, it is necessary to stress that directed credit accounted for 62% of the increase in the stock of credit, further propelled by the role of public banks (Barbosa 2010). The Treasury already lent the BNDES more than R\$ 300 billion since 2009, which allowed the bank to promote mergers and acquisitions in a context of low international liquidity and high leverage as a result of the subprime market. The 2008 financial crisis added an external component in this new effort of coordination between pension funds and public banks. Many Brazilian companies were highly exposed in currency derivatives at the time of the crisis and became insolvent. The BNDES and the pension funds openly acted to promote mergers with companies in the same sector so as to achieve global gains in scale. This was the case of Sadia and Perdigão, which resulted in the creation of BrasilFoods (with 27.2% shares in the hands of pension funds); and of Acacruz and Votorantim, creating (30.4% shares with veto rights owned by BNDESPar in partnership with Votorantim). These two companies became the two largest conglomerates in their respective fields.

Considering the new literature on industrial policy (Rodrik 2004), this strategy has a few contradictory aspects. On one hand, it develops sophisticated mechanisms of risk management and funding and absorbs the externalities of coordination, while in the other hand it is uncertain whether that this strategy in sectors that are already competitive internationally will entail the development of research in technological

frontiers, as the Brazilian industrial policy hopes. This has been the main critique of those who evaluate the trajectory of the Brazil in international trade, that is, the support to merger and acquisitions provided by the BNDES has favored industrial sectors with low technological aggregation (Almeida 2009).

## **Corporate governance in India**

According to data contained in the IMF's economic overview, in relation to the ten largest economies of the world, India was ranked fourth, with a GDP growth rate of 6.5% and per capita growth of 4.7% between 1990 and 2010. 52% of the GDP in India was generated by the services sector, while agriculture and industry accounted for 22% and 26%, respectively. In terms of employment, rural workers accounted for 2/3 of the total workforce, being that more than 90% of the total workforce is employed in disorganized sectors of the economy.<sup>11</sup>

Every time this data appears side-to-side it tends to cause perplexity, specially when trying to understand the mechanisms of credit and financing that structure the country's productive regime. An important strand of the literature on patterns of financial intermediation has brought attention to the fact that the financing preferences vary according to the size of the company. The degree of formalization for the access to credit through the capital market and bank in a scenario of acute formal (legal) disorganization of contract relationships inhibits access in larger scales. For small and medium-sized companies the importance of alternative financing, supported by non-legal mechanisms such as reputation trust and reciprocity, and which are not originated from bank loans or fund-raising in the capital markets has been crucial to ensure growth. Even among the large companies the crucial channel of financing are internal sources, followed by alternative sources.

This does not imply that bank financing or market capital funds will not produce results in terms of investment and growth capacity. However there is a set of rifts related to the size of the company and participation (or non-participation) in the capital market. As in Brazil, in India the capital market is not the mains source of credit for investment in large companies. On the contrary, corporations in strategic sectors refuse to open capital or negotiate shares with direct control. Usually, the state keep veto power over the companies of the sector. As the informal sector in India is larger than Brazil, the role of informal mechanisms of financing is evidently bigger in the Indian case, but the strategic industrial of these countries are intertwined with the sources of credit provided by state banking. If the weight of these non-formal mechanisms of access to credit is, on one hand, associated to the huge informality of the labor market, and, on the other, it tends to be a counter-weight guaranteeing the Indian State's capacity of financial coordination. This gap regarding the size of the company and access to financing constitutes one of the determinants of the trajectory of integration of the Indian economy in the context of globalization.

Table 1 – Non-financial Indian companies and Sources of Financing

Non-financial Indian companies and Sources of Financing							
	All companies			Large Companies		Small and medium-sized companies	
	All companies	Large Companies	Small and medium-sized companies	Listed in stock exchange	Non-listed	Listed in stock exchange	Non-listed
Internal Sources	45.29	46.6	15.11	58.32	34.51	39.49	11.16
Market	6.47	5.47	9.98	8.09	2,6	24.87	7.57
Banks	18.18	18.86	25.02	12.18	25.75	19.42	25.92
Alternative finances	30.6	29.08	49.89	21.42	36.98	16.21	55.34
Number of cases	12,344	4,760	9,014	1,001	3,759	400	8,614

This table offers evidence regarding the origin of funds for non-financial institutions (2001-2005), according to the database elaborated by Prowess / CME. 1) Internal sources are defined as net income after dividend distribution + depreciation + provisions; 2) financing via market includes shares + bonds issued in capital market; 3) bank financing includes debt or loans from banks; 4) alternative financing includes all private sources outside the market, whether it by from banks or the capital market. (based on Allen et al, 2012)

The trajectory of privatization in India, called divestment, consisted of a reduction of government equity participation in companies, yet without loss of veto power and voice in most economic sectors. Observing the composition of India's largest companies, it is clear that the State is still by far the dominant actor in the economy, particularly in infrastructure, finance and oil. Among the 500 most valuable companies in India, which together account for 90% of the capitalization of the Bombay stock exchange, 60% are part of conglomerates – or business houses as they are called in India. This is family business groups still play a crucial role in the Indian corporate sector. The ownership structure of these companies is analogous to the pattern of Brazilian business groups, characterized by the widespread pyramid-shaped scheme, cross-ownership and the use of private companies and non-public trusts as owners in companies. In addition to the presence of families as large individual shareholders, institutional investors - here understood as government-sponsored mutual funds and insurance companies, banks and development financial institutions that are also creditors of long-term institutional investors and foreign companies - held more than 22 % of average shares of large companies in India (Chakrabarti, Megginson, and Yadav 2008).

The consolidated literature on corporate governance in India identifies the business houses as a crucial instrument. This model emerged from the role of the management agent, who was basically the promoter of new ventures that entered with a minimum amount of equity capital, raising the rest of funds through public offerings or from public financial institutions. This dynamic allowed the emergence of conglomerates, concentrating control and decision-making at the apex of its structure, coordinating crucial decisions such as direction of investment, allocation of



profits and the relationship between the various group companies. The control does not require a majority or even a substantial minority of shares. It can unfold as cross-participation in administrative and intercorporate investment advice. At the same time, the emergence of these conglomerates converted public financial institutions into key actors, since they held the majority shareholding in major Indian companies. The use of development banks by the government to promote industrialization assured extensive interest in the property and instrument of voice and veto within companies. The instrument for this has been the appointment of internal cadres for the board of directors of companies (Reed 2002).

State-owned enterprises, which are the major corporate conglomerates, are not present in the stock exchange and therefore their source of funding is predominantly the capital market. According to the literature, the corporate system in India can be described as a hybrid between a outsider with dispersed share ownership profile alongside a corporate system based on banks with strong presence of large concentration of power in equity ownership of banks, households and other actors (Som 2006).

Much of this configuration was originally determined by the regulatory regime after independence. One of the primary mechanisms by establishing barriers to private investment was the IDRA (Industries Development Regulation Act). Established in 1951, the law required that all existing industrial units obtain licenses from the central government, thus encouraging entry barriers. On the other hand, the industrial policy resolution (IPR) established in 1948 has listed various segments of industries whose development would occur at the sole expense of the State. This resolution allowed the government to create a service sector and public service industries. In 1969, in the political context of a new wave of nationalization, the government instituted a law that combined industrial licensing with an asset-based classification of monopoly. The MRTP (Monopolies and Restrictive Trade Practices Act), required private sector business, whose assets surpassed a certain upper-limit, to acquire additional licenses to increase investments.

The wave of nationalizations ultimately conditioned measures of market reserve and protection to small and medium enterprises to distributive instruments such as guaranteed employment. These policies fostered the formation of industrial capacities, particularly in engineering, pharmaceuticals, chemicals, fertilizers and petrochemicals. In parallel, the government intervened heavily in the financial market during the 1970s and 1980s by means of three instruments: 1) allocation of credit through loans to priority sectors and credit approval; 2) controls on deposit and lending rates; and construction of an infrastructure bank the licensing of banking branches, which ensured significant expansion of a banking-based society. This agenda has been achieved through the regulatory role of Reserve Bank of India, enacted in 1974, encouraging the public to increase their lending to the priority sector by up to 1/3 or more by the end of the decade banks. After 1980, the RBI raised once again the

lower-limit for the proportion of credit to priority sectors to more than 40% of net bank credit to the end of year 1985. Within this overall limit, the RBI stipulated that agriculture would receive 16% of net bank credit and, of that amount, the landless and small farmers should receive 50% (Panagariya 2008).

Furthermore, 90% of the assets of pension funds and 50% of the assets of life insurance were forced to acquire government bonds. State-owned banks control about 85% of the sector in terms of share in deposits. The Indian banks lend about 60% of their deposits, distributed in the proportion of 39% to public sector enterprises, 30% for discretionary corporate loans, 11% for agriculture and 7% for domestic companies and 13% for small private companies. Since the last three segments - which together account for 31% of bank credit - are classified as "priority sectors" in India (Bardhan 2010). One of the objectives of bank nationalization of 1969 and the ensuing wave of regulations was to expand access to credit for areas of economy with limited access to credit and whose loans guaranteed no return. There is considerable debate concerning the effectiveness of the role of state banks in providing credit to undercapitalized segments of the Indian economy (Banerjee, Cole and Duflo 2004). There is no doubt, however, that compared to private banks, public banks pledged substantially more credit to agriculture, rural areas and the government.

## **Financial Institutions in India**

While 90% of the assets of pension funds in India are intended for the financing of public debt of the country, this proportion is slightly lower in Brazil - approximately 65%. The differences between the two countries do not stop there. The degree of coverage of pension systems in India is much lower compared to Brazil. Only 20% of the workforce relies on some form of security. Apart from this limitation of coverage, there is also a divide regarding standard actuarial pay for pension plans that guarantee the public sector a major advantage compared to other workers segments. There are at least seven forms of pension plans: the Employees' Provident Fund Organization (EPFO) - targeted at employees in the private sector; funds of state enterprises; the civil servants; occupational pension schemes (Occupational Pension Schemes or Superannuation Schemes); voluntary savings plans with tax advantages; plans for unorganized sectors (Asher and Nandy 2006). The regulatory framework for pension funds has changed since 2004 when the government launched the New Pension Plan (acronym NPS) for all public servants from that year. Up to that point civil servants had received pension from a non-contributory scheme, with earnings pegged to prices and wages. The diagnosis that sustained the introduction of this new plan was the expectation of fiscal unsustainability, supported by evaluations made by the World Bank (World Bank 2005). The fact is that the NPS allowed that 50% of assets in this scheme of pension funds be invested in stock/equity market, under supervision of the PFRDA.<sup>12</sup> The stated purpose here was to move away from pension plans with defined

benefit to an arrangement based on defined contribution i.e, a shift from an allocation model to one of capitalization – a process already well underway in Brazil (Grün 2005). To this end, the literature favorable to this model focuses on the use of fund assets as a means of fostering liquidity in the stock market, rendering it an instrument of long-term financing through private equity. On the other hand, this same literature argues that the funds are not used as instruments to finance the deficit through the purchase of securities (Ashraf 2011). The immediate consequences, as also observed in Brazil, is the strengthening of the standard tier-based system of access to rights.

Until 1990 the largest blocs of shareholders of all major Indian companies consisted of financial institutions, a position consolidated by the commitment to convertibility in loan agreements (loans into shares through direct underwriting of public issues by the loaning company). These institutions were fundamentally formed by development banks with different vocations, as, for example, the Industrial Development Bank of India (IDBI), the Industrial Finance Corporation of India (IFCI), the Industrial Credit and Investment Corporation of India (ICICI), the Industrial Reconstruction Bank of India (IRBI). A similar process can be observed in the convertibility agreements offered by the BNDES. Until 1991, financial institutions were not committed to overseeing the companies in which they were shareholders. Up to then, the objective of financial policy in India was to extend loans for industrial development without considering the recovery of assets. As a result of ongoing operational reforms since 1991, financial institutions have been forced to take responsibility for their lending and investment choices. As lenders have become guarantors risk of their investments, there are indications that banks began to act more actively in corporate governance in the companies in which they have a participation in the ownership structure (Sarkar and Sarkar 1998).

While the small investor has a predominant share in the capital market, relying on the foreign market; large firms do not draw their source of funding from the stock market, nor are they willing to follow their rules of corporate governance. When it comes to strategic sectors of the economy a system of internal coordinate funding, supported by banks prevails. An example of the monitoring role of public banks can be seen in the IDBI, which until 2000 had 470 counselors scattered around 1,026 companies, most of whom were employees of the institution; the Life Insurance Corporation (LIC – the largest life insurance fund in India) had 124 appointed directors sitting on the boards of 171 companies, being half of them retired former employees of the company; ICICI has 231 listed companies overseeing 436 (Banaji 2001). At the same time, enterprise-level studies confirm the importance of debt in capital structure: roughly 4/5 of the total external funds to loans and provisions and current commitments originate from banks and development financial institutions (Sarkar and Sarkar 2008).

Comprehension of the behavior of institutional investors in the coordination of investments in India will enable us to understand the coordination capacity of the State regarding corporate investments. Data produced by Khan (2006) shows that

the main shareholders of Indian companies are: 1) directors and their relatives; 2) corporate groups; 3) foreign investors; 4) the loan institutions, composed of three financial institutions and state development corporations funded by the State; 5) institutional investors, mutual funds state (Unit Trust of India) and three state insurance companies of state insurance; and 6) public. Of the six groups, the first five can be considered major shareholders or shareholders' bloc. The high proportion of concentrated share ownership by directors and relatives corresponds to the predominance of family-owned businesses, a typical feature of corporations in India and Brazil. Among other blocks of shareholders are institutional investors groups of companies, monopolized by the Unit Trust of India. Financial institutions, on average, hold less shares compared to institutional investors. The different types of financial institutions separately hold blocks of shares much smaller compared to other countries. However, given that approximately 90% of these financial institutions are controlled by the government, together they form a much larger compared to more homogenous blocks in other countries. The participation of institutional investors - mutual investment funds and insurance companies, almost all of which owned by the government - is also significant.

The literature has consolidated the assessment that the context of an excessively closed economy, abundant supply of credit and lack of selectivity in relation to projects chosen to receive subsidies would result in crony capitalism. On one hand, over-indebtedness; on the other, the role of Development Finance Institutions as shareholders. Until the early 1980s, it was possible to start an industrial project by borrowing from state banks and secure control with only 15% of capital. Until 1991, out of the 528 companies listed on the stock market with sales exceeding R\$ 500 million, 65% of total capital was borrowed. What is more, 20% of these funds originated from the three largest state banks. Even ten years after the beginning of economic liberalization, a substantial fraction of the shares of companies in the Indian private sector belong to development financial institutions, nationalized insurance companies and mutual funds owned by the government, such as the Unit Trust of India. What critics point out is that this type of indirect state ownership did not result in healthy governance by stakeholding state financial institutions, despite the fact that the three major development financing institutions - IFCI, IDBI and ICICI - were well positioned to play a similar role to the German *hausbanks*, whether as major lenders or as large shareholders (Goswami 2001).

The capacity of the Indian State to remain in the commanding heights of the economy even after the period of market-oriented reforms calls for a critical reading of this new role. On the one hand, the bank nationalization of 1969 expanded the number of branches across the countryside, allowing the expansion of the bank system, higher domestic savings and, ultimately, capillary access to credit; on the other hand, the persistent degree of informality in the labor market, which borders 90%, India is situated at a level of informality of financial intermediation whose pattern is

not coordinated by the banks. What is perhaps more productive in analytical terms of analysis is to understand how operational reforms of public banks in the context of liberalization of the 1990s contributed to increase even more the opportunities for banking inclusion as had been done until the beginning of the reforms (Santana 2012). In other words, how is it possible to comprehend the standards of financial intermediation as an element of corporate governance that determines sectors of the economy that will successfully integrate into dynamics of globalization, while the rest of the economy does not articulate with the dynamic and internationalized segments and act as a reserve labor with low productivity? Although the theory of economic enclaves is usually associated with theories of imperialism, the insertion of India in the global economy follows a pattern of economic dualism that is very similar to the models criticized by dependency theories.

India is perhaps the exemplary case of economic dualism, which means a large gap in productivity between workers in the organized and unorganized segment of the economy. What the literature has highlighted is such dualism is based on distinct patterns of access to capital for investment, with large companies absorbing resources provided by banks at subsidized interest rates, while the rest of the economy relies on informal sources with higher interest rates. The dualism ultimately reinforces the reproduction of labor without industrial skills, complemented by a state-led educational policy that favors targeted qualification for intensive segments in capital and technology, while basic education is unsatisfactory. The legislation for the protection and encouragement of small-scale industry enhances the replication of small units that have no incentive to expand in scale and productivity (Mazumdar and Sarkar 2008; D'Costa 2003). In addition, the finance establishment has restricted the possibility of growth-oriented strategies to maintain equivalence wages with productivity growth. According to the literature, it has been possible to verify since the beginning of the reform agenda greater domestic and external deregulation of financial flows, a deflationary bias (transmitted to domestic macroeconomic policies), and a diminished possibility of targeting the credit to strategic sectors and labor-intensive (Ghosh 2011).

## Conclusion

Part of the literature on corporate governance in Latin America attributes ownership concentration to the standard hierarchical model of control. This pattern is supposedly due to the lack of effective separation between management and control, the predominant role of family ownership and the existence of multi-sectoral clusters (Schneider 2008). The mechanisms of institutional complementarity in a hierarchical market economy do not yield enough increasing returns that could result in the displacement of the technological scheme of production. Thus, multi-sector business groups restructure themselves to overcome the high degree of macroeconomic

volatility in the market and to defend themselves from the competition, regardless of complementary technology among sectors or of them being part of the same supply chain. With multinational corporations dominating high-tech manufacturing, domestic business groups are concentrated in low-technology sectors such as commodities and services with a lower incentive to invest in Research and Development. Multinational corporations in turn choose to invest in markets with products and established technologies and foreseeable market demand. Lastly, the state is seen as the institution that historically reinforced the core characteristics of hierarchical market economy since it regulated the market for capital, labor and technology (Schneider 2009a).

Schneider's analysis employs a kind of generalization quite similar to that made by Lazzarini (2011). They see the strategic actors in corporate governance as arbitrary violators of a market order. The very idea of hierarchy proposed by Schneider in the corporate decision-making structure is a vision that blends the theories of patrimonialism mobilized by Lazzarini to understand the prevalence of the state-commanding heights state as the central core of equity ownership networks. Despite this bias, the authors manage to gather data that demonstrate that the State as an institutional investor through public and state-owned banks produced a new form of equity overlapping and secured momentum so large business conglomerates could withstand the onslaught of foreign competition, while guaranteeing at the same time funding for global expansion.

With this in mind, this present article seeks to demonstrate that there is no state (or para-state) financial patrimonial elite, to which supply chains are subordinated. Therefore, nothing indicates this is a variety of capitalism of hierarchical nature. Strategic economic actors, both public and private, establish corporate alliances and coalitions of mutual interest that have enabled the competitive internationalization of relevant industries. Technological aggregation and financial capacity of relevant sectors such as civil aviation and agri-business in Brazil, the pharmaceutical and software industries in India could not be comprehended unless as a function of the strategic alliances of public financial institutions and state-supported research. This article performed a financial analysis of these coalitions in order to understand a variety of state-coordinated state capitalism, describing aspects of their institutional complementarities.

### Notes

<sup>1</sup> See interview with the president of Previ, the Bank of Brazil workers' pension fund: Consuelo Dieguez, "Sérgio Rosa e o Mundo dos Fundos", Piauí, edição 35, agosto de 2009.

<sup>2</sup> Only 5% of total sales of the national de-nationalization, carried out between 1991 and 1998, were made through public offers, while 91% were made through auctions and 4% offered to employees of privatized companies.

<sup>3</sup> Carolina Madil, Anbima quer forçar venda pulverizada de debêntures, Valor Econômico, 04/04/2011

<sup>4</sup> Azelma Rodrigues and Luciana Otoni (2011) "Novo xerife dos fundos de pensão aposta em expansão do setor, Valor Econômico, 02/05/2011".

<sup>5</sup> <http://www.pionline.com/article/20110905/CHART01/110829945> (acesso em 29/02/2011).

- <sup>6</sup> Leila Coimbra, Compra de ações pelo BNDESPar já atinge R\$ 42 bilhões, *Folha de S. Paulo*, 01/07/2011.
- <sup>7</sup> Ivo Ribeiro e Sílvia Fregoni, Com fundos e BNDESPar, governo retomou controle, *Valor Econômico*, 04/04/2011.
- <sup>8</sup> Vera Durão e Janes Rocha, Novo Mercado? Não, obrigado, *Valor Econômico*, 15/11/2009.
- <sup>9</sup> Julianna Sofia, Fundos de pensão poderão correr mais riscos, *Folha de S. Paulo*, 25/09/2009.
- <sup>10</sup> Vera Durão, Previ entrará na Sete Sondas, criada pela Petrobrás, *Valor Econômico*, 24/02/2011.
- <sup>11</sup> IMF World Economic Outlook Database, April 2011 (accessed on <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/01/weodata/index.aspx>); The disorganized sector of the economy includes, according to the official definition (1) all enterprises, except for units listed in Section 2 m (i) and 2m (ii) of the Factory Act of 1948, and Bidi and cigar workers (work conditions) Act of 1966, e (2) all enterprises, except those managed by the central government (central, state and municipal agencies).
- <sup>12</sup> Pension Fund Regulatory and Development Authority.

## Bibliographical References

- AGUILERA, RUTH and GREGORY JACKSON.** (2003) The Cross-National Diversity of Corporate Governance: Dimensions and Determinants. *Academy of Management Review*, 28(3): 447-465
- ALMEIDA, MANSUETO** (2009) Desafios da Real Política Industrial Brasileira do Sec. XXI, Brasília: Texto para Discussão n. 1452, IPEA
- ALLEN, FRANKLIN ET AL** (2012) Financing firms in India, *Journal Finan. Intermediation*, 21; 409–445
- ARBIX, GLAUCO e SCOTT MARTIN** (2010) “Beyond Developmentalism and Market Fundamentalism in Brazil: Inclusionary State Activism without Statism”, *Workshop on States, Development, and Global Governance*, Global Legal Studies Center and the WAGE, University of Wisconsin-Madison,
- ASHER, MUKUL and AMARENDU NANDY** (2006) Reforming provident and pension fund regulation in India, *Journal of Financial Regulation and Compliance*, Vol. 14 Iss: 3 pp. 273 - 284
- ASHRAF, IMAM** (2011) Pension Fund Management in India: government role and regulatory issues, *Zenith - International Journal of Multidisciplinary Research*, Vol.1, Issue 7, November
- BAN, CORNEL** (2013), *Brazil's Liberal Neo-Developmentalism: New Paradigm or Edited Orthodoxy? Review of International Political Economy*, Volume 20, Issue 2
- BANAJI, JAIRUS** (2001) “Corporate Governane and the Indian Private Sector”, *Queen Elizabeth House Working Paper Series*, Oxford University, May
- BANERJEE, ABHIJIT; SHAWN COLE; and ESTHER DUFLO** (2004) Banking Reform in India, *India Policy Forum*, 1:277-323
- BARBOSA, NELSON** (2010) Latin America: Counter-Cyclical Policy in Brazil: 2008-09, *Journal of Globalization and Development*, Volume 1, Issue 1
- BARDHAN, PRANAB** (2010) *Awakening Giants, Feet of Clay: Assessing the Economic Rise of China and India*, Princeton University Press
- CALLON, MICHEL** (2007) *What does it mean to say that economics is performative? Do Economists Make Markets? On the Performativity of Economics*, Princeton University Press
- CHAKRABARTI, RAJESH; WILLIAM MEGGINSON; and PRADEEP K. YADAV** (2008) Corporate Governance in India, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 20, Issue 1, pp. 59-72
- CIOFFI, JOHN and MARTIN HÖPNER** (2006) The Political Paradox of Finance Capitalism: Interests, Preferences, and Center-Left Party Politics in Corporate Governance Reform, *Politics & Society*, 34; 463-502



- CLARK, GORDON** (2000) *Pension Fund Capitalism*, Oxford University Press
- D’COSTA, ANTHONY** (2003) *Uneven and Combined Development: Understanding India’s Software Exports*, *World Development* Vol. 31, No. 1, pp. 211–226
- DE PAULA, GERMANO; JOÃO CARLOS FERRAZ; and MARIANA IOOTTY** (2002) *Economic Liberalization and changes in corporate control in Latin America*, *The Developing Economies*, v. 40, n. 4
- EVANS, PETER** (1979) *Dependent Development: The Alliance of Multinational, State, and Local Capital in Brazil*, Princeton University Press
- GHOSH, JAYATI** (2011) *The Challenge of Ensuring full employment in the twenty-first century*, *The Indian Journal of Labour Economics*, vol 54. N. 1
- GOSWAMI, OMKAR** (2001), “India - The Tide Rises, Slowly”, *Corporate Governance in Development: The Experiences of Brazil, Chile, India, and South Africa*, OECD Development Centre
- GORGA, ERICA** (2006) *Culture and Corporate Law Reform: A Case Study of Brazil*, *Journal of International Economic Law*, Vol. 27, No. 3 (University of Pennsylvania)
- GRÜN, ROBERTO** (2007) *Decifra-me ou te devoro! As finanças e a sociedade brasileira*, *MANA – Estudos de Antropologia Social*, v 13, n. 2, pp. 381–410
- HALL, PETER and DAVID SOKSICE (eds)** (2001) *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage*, Oxford University Press
- HO, KAREN** (2009) *Liquidated – an ethnography of Wall Street*, Durham/London: Duke University Press
- JARDIM, MARIA CHAVES** (2007) *Entre a Solidariedade e o risco: Sindicatos e fundos de pensão em tempos de governo Lula*, (Tese de Doutorado) Programa de Pós-Graduação em Ciências Sociais UFSCar
- KURTZ, MARCUS and SARAH BROOKS** (2008) *Embedding Neoliberal Reform Latin America*, *World Politics*, 60 (January), 231–80
- LA PORTA, R.; F. LOPEZ-DE-SILANES, and A. SHLEIFER** (1999). *Corporate Ownership Around the World*, *Journal of Finance* 54, 471–517
- LAZZARINI, SERGIO** (2011) *Capitalismo de Laços: os Donos do Brasil e suas Conexões*, Rio de Janeiro: Campus
- MAZUMDAR, DIPAK and SANDIP SARKAR** (2008) *Globalization, Labor Markets and Inequality in India*, Routledge
- METTENHEIM, KURT VON** (2010) *Federal Banking in Brazil: Policies and Competitive Advantages*, Pickering & Chatto Ltd
- MACKENZIE, DONALD** (2006) *An Engine, Not A Camera: How Financial Models Shape Markets*, MIT Press
- NAIB, SUDHIR** (2004) *Disinvestment in India – policies, procedures, practices*, Sage Publications
- NAYAR, BALDEV** (2009) *The Myth of the Shrinking State - Globalization and the State in India*, New Delhi: Oxford University Press
- PANAGARIYA, ARVIND** (2008) *India: The Emerging Giant*, Oxford University Press
- RAJAN, RAGHURAM and LUIGI ZINGALES** (2003) *The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century*, *Journal of Financial Economics*, 69: 5–50
- REED, ANANYA MUKHERJEE** (2002) *Corporate Governance Reforms in India*, *Journal of Business Ethics*, 37: 249–268

**RODRIK, DANI** (2004) "Industrial Policy for the Twenty-First Century"; Working Paper Series rwp04-047, Harvard University, John F. Kennedy School of Government

**SANTANA, CARLOS HENRIQUE** (2012) "Trajetórias de reformas e mudanças institucionais na semiperiferia: abertura financeira e capacidades estatais no Brasil e Índia", (Tese de Doutorado em Ciência Política), Instituto de Estudos Sociais e Políticos da Universidade Estadual do Rio de Janeiro (IESP/UERJ)

**STALLINGS, BARBARA and ROGERIO STUDART** (2006) Finance for development: Latin America in comparative perspective. Washington: Brookings Institution Press/CEPAL

**SCHAPIRO, MARIO** (2010) Development Bank, Law and Innovation Financing in a New Brazilian Economy, *The Law and Development Review*, Manuscript 1045

**SARKAR, JAYATI and SUBRATA SARKAR** (2008) Debt and corporate governance in emerging economies: Evidence from India, *Economics of Transition*, Vol 16(2), 293–334

**SCHNEIDER, BEN ROSS** (2009a) Hierarchical Market Economies and Varieties of Capitalism in Latin America, *Journal of Latin American Studies* 41, 553–575

**SCHNEIDER, BEN ROSS** (2009b) A comparative political economy of diversified business groups, or how states organize big business, *Review of International Political Economy*, 16: 2, 178–201

**SCHNEIDER, BEN ROSS** (2008) Economic Liberalization and Corporate Governance : The Resilience of Business Groups in Latin America, *Comparative Politics*, vol. 40, no. 4, pp. 379–98

**SOM, LALITA** (2006) Stock Market Capitalization and Corporate Governance in India, Oxford University Press

**STREECK, WOLFGANG** (2012) Citizens as Customers – Considerations on the New Politics of Consumption, *New Left Review* 76, July-August





Acesse <http://desenvolvimentoemdebate.ie.ufrj.br>  
por tablet ou celular, utilizando um leitor QR Code



ISSN 2176-9257



9 772176 925005



***Desenvolvimento em Debate*** é uma publicação seriada semestral editada pelo Instituto Nacional de Ciência e Tecnologia em Políticas Públicas, Estratégias e Desenvolvimento (INCT-PPED) com o objetivo de divulgar trabalhos científicos originais da área de conhecimento interativa entre as Ciências Humanas, Sociais e Ambientais.

<http://inctpped.ie.ufrj.br>

<http://desenvolvimentoemdebate.ie.ufrj.br>



Instituições parceiras do INCT/PPED: UFRJ, UFF, UFRRJ, UFJF, UNICAMP e UERJ