Insper Instituto de Ensino e Pesquisa
Faculdade de Economia e Administração

Aline Tiemi Falchetti

REPRESSÃO FINANCEIRA NA CHINA

São Paulo
2013

Repressão Financeira na China

Monografia apresentada ao curso de Ciências Econômicas, como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

Orientador:
Prof. Roberto Damas Dumas – Insper

São Paulo
2013

Falchetti, Aline Tiemi
Repressão Financeira na China / Aline Tiemi Falchetti- São Paulo: Insper, 2013

Monografia: Faculdade de Economia e Administração. Insper Instituto de Ensino e Pesquisa

Orientador: Prof. Roberto Damas Dumas

Aline Tiemi Falchetti

Repressão Financeira na China

Monografia apresentada à Faculdade de Economia do Insper, como parte dos requisitos para conclusão do curso de graduação em Economia.

EXAMINADORES

_____

Prof. Me. Roberto Dumas Dantas
Orientador

_____

Profa. Dra. Luciana Yeung Luk Tai
Examinadora

_____

Prof. Dr. João Luis Mascolo
Examinador

Agradecimentos

Agradeço, primeiramente, a meus pais pela compreensão e incessante apoio nos anos de graduação. Agradeço também aos amigos que tornaram esses últimos quatro anos um pouco mais fácil de encarar.Agradeço meu orientador, Prof. Roberto Dumas pelo entusiasmo e apoio constantes no desenvolvimento do estudo. Agradeço também o todos os professores que de certa maneira contribuiram para meu crescimento e aprendizado.

Dedicatória

Dedico este trabalho aos meus pais. A meu pai por ter me explicado o que era inflação quando eu tinha 7 anos de idade. A minha mãe, economista, por servir de inspiração.

Resumo

FALCHETTI, Aline Tiemi. Repressão Financeira na China. São Paulo, 2012. Monografia – Faculdade de Economia e Administração. Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

O objetivo desse estudo é a partir da análise da repressão financeira na China, definida como a manutenção artificial da taxa de juros a níveis baixos, e do contexto economico, social e financeiro do país , reiterar a idéia de que a repressão financeira tende a ser auto propulsora e autossustentável. Para isso, são estudadas variáveis como investimento, consumo e setor bancário chinês. Em seguida, será feita uma análise descritiva dos dados macroeconomicos entre os anos de 1996 a 2010 para analisar o efeito da repressão financeira sobre o consumo da população chinesa e reforçar a intuição proposta inicialmente no estudo.

A repressão financeira, que tem sua lógica fundamentada na história da China, aparece como a variável de origem e de sustentação, através de diversos canais, no modelo de crescimento chinês e apresenta-se como a base de seu sistema financeiro.

Palavras-chave: Repressão Financeira, Consumo, Investimento, Sistema Financeiro

Abstract

FALCHETTI, Aline Tiemi. Financial Repression. São Paulo, 2012. Monograph – Faculdade de Economia e Administração. Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

The aim of this study is through the analysis of financial repression in China, defined here as the artificial maintenance of interest rates at low levels, and the analysis of the economic, social and financial context of the country, confirm the idea that financial repression tends to be self propelling and self-sustaining. To achieve this, are studied variables such as investment, consumption and Chinese banking sector. Then there will be a descriptive analysis of macroeconomic data between the years 1996 to 2010 to analyzes the effect of financial repression on the consumption of the Chinese population and strengthen intuition initially proposed in the study.

The financial repression, which has its own logic based on Chinese history, appears as the source variable and support, through various channels, the Chinese growth model and presents itself as the basis of its financial system.

Keywords: Financial Repression, Consumption, Investment, Chinese Financial System

Sumário

1. Introdução 9
2.Repressão Financeira 10
2.1. Investimento.....12
2.2. Consumo 12
2.3. Setores.....14
2.4. Sistema Bancário 15
2.4.1. Setor financeiro informal 16
2.5. Porque Repressão Financeira? 19
3. Cenário Econômico.....20
3.1. Desequilíbrio.....20
3.2. Reequilíbrio?.....23
4. Metodologia 27
4.1 O Modelo Proposto 27
4.2 Análise dos dados 28
4.1.1. Juros 29
4.1.2. Salário 30
4.1.3 Renda Familiar.....32
4.1.4 Consumo 32
4.4. Ajustes.....33
5 Conclusão.....34
Referências.....34
Apêndices.....38

1. Introdução

A China conseguiu em cerca de vinte e cinco anos algo que muitas nações desenvolvidas demoraram mais de um século para conquistar. O que há duas décadas era um país de terceiro mundo em desenvolvimento tornou-se hoje a segunda maior economia do mundo em termos de produto interno bruto (PIB). Nas últimas duas décadas o país apresentou o maior crescimento econômico do mundo, sustentando uma taxa de crescimento de dois dígitos entre os anos de 1980 e 1990. Na década de 80 o produto interno bruto chinês cresceu a uma taxa média anual de 10,2%. De 1990 a 1996, a taxa de crescimento média anual passou para 12,3%, o maior crescimento apresentado no mundo nesse período (Guthrie, 2009).

O país apresentou também a maior taxa de crescimento industrial, cerca de 17,3% ao ano, entre os anos de 1990 e 1996 e a segunda maior taxa de crescimento no setor de serviços atingindo em média 9,6% no mesmo período.

Este notável sucesso econômico deu origem a dois pontos de vista opostos sobre a economia chinesa. Uma delas é que o crescimento econômico está construído sobre uma base fraca e que poderia haver um colapso a qualquer momento. (PRASSAD,2007). Algumas evidências, no entanto, nos leva a acreditar que o modelo chinês de crescimento é único, e diante da situação atual torna um colapso improvável. Um exemplo seria o boom de investimento que tem sustentado o crescimento que foi em grande parte financiada com poupança interna, o estoque de reservas cambiais é bem além de quaisquer normas de precaução razoáveis e - apesar dos enormes fluxos de capital durante 2001-05, superávits comerciais em expansão nos últimos dois anos, e a taxa rápida de expansão dos agregados monetários e de crédito , há poucos sinais de grandes pressões inflacionárias em indicadores de preços (PRASSAD,2007).

No entanto, a China apresenta problemas estruturais internos em sua economia resultantes do modelo de crescimento liderado pela indústria e uso intensivo de capital. Esse modelo extensivo é caracterizado por altos investimentos que resultam em menor eficiência alocativa dos recursos. O excesso de capacidade produtiva em alguns setores devido a elevados investimentos levaria a uma queda dos preços nos lucros das empresas. A queda no lucro poderia resultar em maiores empréstimos inadimplentes (AZIZ E DUNAWAY, 2007). Dada a formação do sistema bancário, uma elevada taxa de inadimplência exigiria taxas de juros menores para garantir a sua

rentabilidade. No entanto, uma taxa de juros baixa faz com que os investimentos como proporção do PIB aumente devido aos baixos custos do capital. Além da forte dependência dos investimentos o modelo de crescimento é caracterizado pela poupança elevada das famílias e empresas, o que leva a economia chinesa a depender do consumo externo e consequentemente de suas exportações. Tal cenário não pode ser revertido, em uma situação de taxa de juros baixas, devido ao impacto negativo que exerce sobre o rendimento dos investimentos e na renda das famílias.

O objetivo desse estudo é reiterar a ideia de que a repressão financeira tende a ser auto propulsora e autossustentável (LI, 2001) . A repressão financeira, entendida aqui como a manutenção artificial da taxa de juros a níveis baixos, será identificada como uma variável de origem e sustentação do modelo de crescimento extensivo chinês.

A lógica de sua origem será discutida a partir da análise da história da China que em 1950 adotou um modelo de estratégia de desenvolvimento orientado pela indústria pesada, característico dos países socialistas da época. Uma análise do sistema bancário, das políticas comerciais e da formação de algumas instituições será feita para entender o ambiente macro econômico chinês que foi criado e com base nisso será explicado como se deu o processo de crescimento que tornou a economia chinesa uma das mais importantes no contexto mundial atual. Explicadas a base e as forças motrizes do crescimento econômico chinês será analisado o impacto dessas na estrutura econômica do país. Levando em consideração os principais fatores do modelo de crescimento adotado serão analisados seus impactos no desequilíbrio econômico e indicadas suas principais fraquezas.

Por fim, será realizada uma análise descritiva dos dados da última década para analisar o efeito da repressão financeira sobre o consumo da população chinesa para reforçar a intuição proposta inicialmente no estudo.

2.Repressão Financeira

O conceito de repressão financeira foi inicialmente proposto por McKinnon (1973), que definiu a repressão financeira como as políticas financeiras do governo que possuem como objetivo principal regular as taxas de juros.

Muitas teorias econômicas sugerem que a repressão financeira deve impactar negativamente o crescimento econômico (SCHUMPETER 1911; MCKINNON, 1973). A literatura tem identificado um número de possíveis mecanismos através dos quais a liberalização financeira promove o crescimento, incluindo a promoção de desenvolvimento financeiro, melhorar a eficiência locativa, induzindo o progresso tecnológico e reforçar a estabilidade financeira (SHAW 1973; LEVINE et al 2000). Um grande número de estudos empíricos também confirmam correlações positivas entre liberalização financeira e crescimento econômico (LEVINE 2005; TREW 2006).

O caso chinês durante o período de reforma pode oferecer um interessante estudo de caso para esta questão teórica e política (HUANG,2010). Embora a China passe por reformas em sua economia, desde 1976, visando uma maior abertura dessa, características típicas de repressão financeira ainda estão presentes. As taxas de juros são reguladas e o controle sobre a conta capital é rigoroso. No entanto, ao contrário do que algumas teorias preveem, a China alcançou um forte crescimento do PIB com média de 10% ao ano para o período de reforma e foi líder do crescimento econômico global (HUANG, 2010). Embora a China apresente instabilidade macroeconômica, até agora cada retração foi seguido por um ciclo de crescimento renovado, e não há nenhuma razão óbvia para que o crescimento chinês não possa ser sustentado por mais uma década (NAUGHTON, 2006).

Para entendermos o crescimento econômico chinês é preciso analisar o contexto político, econômico e cultural que este está inserido, dificultando uma comparação direta com modelos tradicionais. Políticas repressivas na China ajudaram o crescimento econômico, no entanto, é preciso considerar que a repressão financeira impacta diretamente no crescimento de um país causando mudanças em sua estrutura de crescimento (JOHANSSON, 2006).

Maswana (2008) sugere que, embora a política de repressão financeira tenha impactos negativos para a eficiência locativa, pode melhorar a habilidade do governo de se adaptar a mudanças no ambiente macroeconômico. Li (2001) também defende a ideia de que a repressão financeira ajudou a China a manter a estabilidade financeira necessária para a reforma, mas evidencia que essa política, com o tempo, pode ter custos crescentes em relação à eficiência econômica. Além disso, ressalta que a repressão financeira tende a ser **auto propulsora** e **autossustentável**, impedindo a liberalização do setor financeiro, gerando assim um **desequilíbrio econômico**.

2.1. Investimento

O crescimento da China tem sido relativamente intensivo em capital. O investimento direto estrangeiro assume uma participação relativamente modesta, sendo que a poupança interna tem sido a principal fonte de financiamento (KUIJS, 2006).

A poupança interna é composta da poupança das famílias, do governo e, sobretudo da poupança empresarial que tem gerado maior impulso ao crescimento da economia na última década (Tabela 1 – Apêndice). A poupança do governo é elevada como consequência de uma política orientada para o crescimento econômico enfatizando o investimento e reduzindo o consumo. A elevada poupança das famílias, por sua vez, é decorrente de percepção de incerteza, um exemplo seria a falta de custos médicos coberto pelo governo. Os encargos associados e incerteza com relação aos custos de saúde, educação e pensões aparecem como principais determinantes para a poupança familiar, como forma de precaução (KUIJS, 2006). Uma redução dos gastos do governo então tem duplo impacto no crescimento da poupança interna. A poupança empresarial que atualmente é a mais significativa pode ser explicada não só pelos baixos dividendos pagos pelas empresas, mas também pelo significativo aumento da participação da indústria no produto interno bruto (KUIJS, 2006).

Análises estatísticas nas últimas décadas apresentam um crescimento dos investimentos em relação ao produto interno bruto em detrimento do consumo. De 1990 a 2007, o investimento como porcentagem do PIB cresceu de 36% a 45%, enquanto o consumo como porcentagem do PIB caiu de 49% a 35% no mesmo período (AZIZ, 2007).

2.2. Consumo

Uma baixa taxa de juros diminui o rendimento dos investimentos. No entanto, no modelo de crescimento chinês isso não implica uma queda dos investimentos, pois esses são resultado do baixo custo do capital e da elevada poupança das famílias. As incertezas geradas pela transição para uma economia de mercado, a limitada disponibilidade de instrumentos para emprestar com lucros futuros para financiar compras e a falta de oportunidade de diversificação de carteiras internacionais tem contribuído para a poupança das famílias (CHAMON; PRASAD, 2006). A repressão do sistema financeiro diminuiu as alternativas para escoar essa poupança em

depósitos no sistema bancário estatal. O rápido crescimento é sustentado então pelo elevado investimento possibilitado pela poupança das famílias (NAUGTHON,2006).

Ao mesmo tempo em que a elevada poupança aumenta os investimentos, a elevada poupança das famílias contribui para a queda no consumo. O baixo rendimento dos investimentos tem impacto direto então nas rendas das famílias, fazendo com que essas sejam menores, impactando negativamente no crescimento do consumo em relação do produto interno bruto. Portanto, a repressão financeira exerce um impacto negativo também sobre o crescimento da renda familiar.

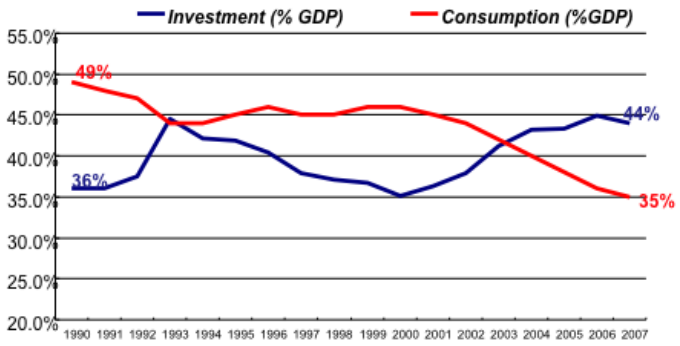
A renda familiar é também afetada pela queda dos salários devido ao excesso de mão-de-obra presente no país. Com cerca de 100-150 milhões de trabalhadores, desempregados ou subempregados, talvez seja fácil perceber que é esta folga no mercado de trabalho que tem impedido salários de subir tão rápido quanto a produtividade, levando ao declínio contínuo na participação da renda salarial (AZIZ, 2007). Além da elevada oferta de trabalho, o baixo desempenho dos salários em relação ao crescimento da produtividade, é afetado pela restrição de crédito para empresas privadas. Essas restrições de crédito agem como impostos sobre a entrada de trabalho e desencorajam o uso de trabalho criando uma lacuna entre o salário de mercado e produto marginal do trabalho.

No estudo apresentado por Aziz e Cui (2007), os autores mostram que desde meados dos anos 1990, quando começaram as pressões para reformar os bancos chineses, forçando esses a tornarem-se mais conservadores em suas operações de crédito para evitar a criação de novos empréstimos inadimplentes, as restrições de financiamento das empresas ficaram mais rígidas, levando a uma queda da participação dos salários.

Sendo assim, as restrições de empréstimo sobre o capital trabalho exerce um efeito negativo nos salários e consequentemente nas rendas das famílias, provocando a queda no consumo em relação ao produto interno bruto.

O gráfico 2.1 representa o que foi dito até agora. A repressão financeira, ou seja, taxa de juros baixas, ao mesmo tempo em que estimula os investimentos tende a contrair os salários e a renda das famílias, causando um impacto negativo sobre o consumo.

Gráfico 2.1



Source: National Bureau of Statistics of China

2.3. Setores

Resultados empíricos sugerem que a repressão financeira impede o processo de transformação estrutural e resulta em desequilíbrios estruturais internos, inibindo o deslocamento de recursos financeiros do setor industrial para o setor de serviços (JOHANSSON, 2006). Devido às baixas taxas de juros e facilidade de crédito o setor da indústria é favorecido, sendo possível associar a repressão financeira com um setor de serviços reprimida em relação ao setor industrial.

Comparando com o setor de serviços, o desenvolvimento do setor industrial tem maior efeito sobre o crescimento econômico. Como consequência, os governos em países com repressão financeira, tem um incentivo para destinar mais recursos financeiros para o setor da indústria, especialmente no setor de manufaturas (HUANG, 2010). Com o tempo, no entanto, as políticas repressivas podem implicar em custos crescentes em termos de alocação de capital e eficiência (LI, 2001). Tal relação é mostrada no gráfico 2.2. Que representa a porcentagem de composição do PIB em relação aos setores. A partir da análise do gráfico podemos perceber uma queda do setor primário na composição do PIB em detrimento do crescimento da participação da indústria e do setor de serviços. A participação da indústria na composição do PIB, por sua vez, é superior a do setor terciário na maioria dos anos.

Dado isso, podemos dizer que a política de repressão financeira, tem impacto, mesmo que indireto, sobre a distribuição dos trabalhadores na economia e consequentemente sobre os salários. No início da economia planificada 71% dos trabalhadores se dedicavam ao trabalho agrícola que é extensivo em trabalho. Esses

números caíram a partir de 1978, e a China nunca mais apresentou um formato de economia predominantemente agrícola (NAUGTHON,2006).

2.4. Sistema Bancário

A partir do cenário apresentado, é possível notar que o desequilíbrio interno chinês é consequência de uma elevada taxa de investimento e um reduzido consumo interno que faz com que a economia se distancie do seria seu ponto de equilíbrio. Esse desequilíbrio macroeconômico exerce impacto sobre a eficiência de alocação do capital.

Uma década atrás, a China teve um grande aumento de inadimplência fazendo com que o PBoC (People's Bank of China) adotasse uma política de reduzir os custos de empréstimos possibilitando a empresas em dificuldades rolar a dívida e reduzir o valor real dos pagamentos da dívida (PETTIS (a), 2010). Tal política assume o efeito de retardar o crescimento da inadimplência repassando parte do custo para terceiros, em especial para as famílias, criando uma espécie de subsídio de capital.

O Sistema Bancário chinês é altamente concentrado, com cinco bancos dividindo quase metade do total dos empréstimos realizados no mercado (ELLIOT;YAN,2013). Embora outros países desenvolvidos apresentem grau de concentração similar ou até maior, a principal diferença é o alto nível de propriedade e controle do Estado sobre o capital. Os cinco maiores bancos chineses são majoritariamente detidos pelo governo central. Além disso, o governo intervém muito mais ativamente nas decisões bancárias do que no Ocidente.

Governo e líderes do partido pode exercer uma influência empurrando empréstimos a determinadas empresas, setores ou regiões para promover suas agendas políticas, os grandes bancos emprestam principalmente para grandes empresas estatais (SOE).

Os bancos fazem empréstimos como um substituto para as ações fiscais que de outra forma necessitam ser feita. Além disso, há uma grande variedade de garantias implícitas incorporados no sistema financeiro. Estes representam apoio assumido pelo governo central para os empréstimos de empresas estatais, suporte para bancos estatais, garantias implícitas de depósito, o pressuposto por muitos investidores que os bancos ou fundos cobrirão perdas em produtos de gestão de riqueza, etc.

O sistema bancário chinês apresenta-se então como uma fonte de gerar lucros a partir da transferência de rendas dos depositantes e contribuintes para os acionistas do banco. Os bancos acabam tendo um lucro muito elevado devido à diferença entre a taxa máxima de depósito e a taxa mínima de empréstimo e pelo fato de não se responsabilizarem por decisões de risco. Para isso fazem empréstimos para empresas estatais e governos locais, justificando o problema de falta de crédito para empresas, citado anteriormente, quando foi analisado o comportamento dos salários em relação à produtividade. Estudos anteriores realizados por Ferri & Liu (2009) em relação a uma amostra representativa da China descobriu que os custos de financiamento para as empresas estatais eram significativamente mais baixos do que para outras empresas e, a partir de estimativas, concluíram que empresas estatais não conseguiriam ter lucros caso pagassem uma taxa de juros de mercado.

No entanto, as taxas de juros artificialmente baixas podem sustentar crescimento aumentando o investimento, mas estimulam um investimento excessivo, e desencorajam o consumo doméstico, fazendo com que na China, o desequilíbrio iniciado pela repressão financeira se alimente (PETTIS (b),2010).

Dado esse cenário, a repressão financeira apresenta-se como uma armadilha. Caso a China aumente suas taxas de juros isso irá refletir em dificuldades financeiras e o aumento do desemprego visto que muitos chineses conseguem sobreviver financeiramente graças ao subsídio imposto sobre o capital (PETTIS (b), 2010).

A repressão financeira adotada irá então apresentar-se também como uma força que contribui para um sistema bancário ineficiente que por sua vez irá estimular a sua própria existência.

2.4.1. Setor financeiro informal

Esse viés de empréstimo causado pela estrutura do setor financeiro formal tem encorajado muitos canais informais para concessão de empréstimos. Existe uma forte tendência de o setor formal emprestar às grandes corporações estatais e outros com ligações políticas, deixando as empresas menores e menos favorecidas que lutam para financiar seu crescimento. Esta situação resulta em alta demanda suprida muitas vezes pelo setor informal.

Embora os empréstimos bancários ainda sejam o maior canal de concessão de crédito, outros canais fora dos balanços dos bancos comerciais estão ganhando

espaço. Chamado de *“shadow bank”,* segundo Standard & Poors, o crédito bancário paralelo tem crescido a uma taxa anual de 34% desde o fim de 2010

Historicamente, a oferta de crédito na China tem sido canalizado principalmente através do sistema bancário estatal,mas ao longo dos últimos cinco anos, houve um rápido crescimento do crédito do setor não bancário, chamado "*Shadow Bank*”, que em 2012 representaram 24% do saldo total de crédito para empresas e consumidores, mas 39% do fluxo de novo crédito desse ano. O ritmo de crescimento dos “shadow banks” na China e a insegurança de seus produtos aumento o risco sistemico do setor bancário chinês..

A definição do *“shadow bank”* difere de país a país. De acordo com o Conselho de Estabilidade Financeira (FSB), *“Shadow bank”* pode ser amplamente definida como o sistema de intermediação de crédito que envolve entidades e atividades fora do sistema bancário normal”. Na China o termo refere-se a instituições financeiras não bancárias como sociedades fiduciárias, corretoras, credores, fiadores e empréstimos bancários informais. A lógica por trás da classificação é que essas atividades geralmente envolvem arbitragem regulamentar e tem o potencial de aumentar o risco sistêmico.

O sistema bancário paralelo na China inclui a concessão de crédito direto por instituições financeiras não bancárias (especialmente as empresas de confiança e corretoras de valores) e de securitização informal através da partilha das receitas provenientes de produtos de gestão de riqueza fornecidos pelos bancos. Um exemplo é o empréstimo direto de empresa para empresa, onde empresas estatais grande conseguem empréstimos bancários a juros baixos, e em seguida, dão fundos a pequenas e médias empresas privadas (PME) que está necessitam de crédito. Consequentemente, a qualidade do banco que concede o empréstimos pode deteriorar-se se as empresas estatais sofrererem perdas devido à inadimplência das PME.

Um dos motivos da aceleração recente do crescimento do sistema bancário paralelo na China é a regulação apertada e a supervisão de bancos comerciais após a crise financeira global. Em 2008, as autoridades chinesas promulgou um pacote de estímulos de RMB 4 trilhões (USD585 bilhões).Como esperado, o estímulo para gastar impulsionou significativamente o crédito bancário (LI, 2012). Nos anos seguintes, reguladores do sistema financeiro chinês apertaram crédito, adotando vários instrumentos de regulação. Em particular, o Banco do Povo da China (PBOC) elevou o compulsório dos bancos 12 vezes em 2010 e 2011 para um recorde de 21,5

por cento para grandes instituições em junho de 2011 (Figura 3.3 e 3.4 - Apêndice). O controle da taxa de juros tem colocado um limite superior sobre a taxa de depósito dos bancos.

Em outros países, como os EUA, a economia deixa espaço para pequenos bancos e outras empresas de empréstimos preencherem a lacuna deixada pelos grandes bancos. Os grandes bancos nesses países tendem a desenvolver outros instrumentos financeiros voltado para as pequenas empresas privadas. Isto não é o caso em setor formal da China, deixando espaço para que o setor informal apresente-se com uma fonte de crédito para entidades menores e possibilitando seu crescimento.

O rápido crescimento deste setor bancário pode ser atribuído ao período de taxas de juro reais negativas sobre os depósitos bancários durante a maior parte de 2010 e 2011 (ELLIOT;YAN, 2013), ou seja, o "Shadow Bank" floresceu na China por uma simples razão: **a repressão financeira** (ZHANG, 2013).

2.4.1.1. WMP (Wealth Management Products).

O ritmo acelerado de expansão do crédito China desde a crise financeira global torno-se uma preocupação para os mercados globais dada sua cada vez maior dependencia do mais arriscado e menos transparente "shadow bank". Existe uma grande preocupação de suas implicações para o crescimento econômico e desempenho dos ativos na China. A velocidade da expansão de crédito, não está sendo acompanhada por um crescimento economico e o crescimento dos *"shadows banks"* deixam dúvidas em relação a solidez do crédito concedido e põe em questão uma possível falta de liquidez.

Os WMP são freqüentemente descritos como parte do sistema bancário paralelo, mas na prática, são um canal de distribuição inserido no contexto bancário e instrumento que relaciona o sistema formal do informal. Os WMPs são "produtos" vendidos para indivíduos e possuem um saldo mínimos de depósito. Podem ser comercializados sejam através de agências bancárias ou através decorretoras de valores mobiliários. Tem como característica o investimento em uma variedade de produtos que normalmente fornecem um retorno de renda fixa. Estes produtos incluem títulos corporativos, empréstimos, ativos interbancários, empréstimos

securitizados da carteira de crédito dos bancos, e títulos descontados, entre outros ativos.

Os WMPs são administrados pelos bancos/brokers e geralmente não garantem pagamento de juros ou de capital, fazendo com que não sejam consideradas no balanço de pagamento dos bancos. Essa composição de produtos tem se tornado populares na China, pois aparece como uma opção para preenche a lacuna deixada pelo sistema bancário, e por possuir um retorno atrativo em relação aos depósitos bancários. No entanto, a transparência e a validade do produto que está sendo comercializado é questionável dado que um banco pode comprar um vínculo empresarial ou outro produto e injeta-lo como um dos inúmeros produtos que compreendem uma WMP.

A questão principal é a interconexão existente entre o setor bancário oficial e o segmento de shadow banking. Mesmo sem existir uma ligação formal entre o sistema oficial e o "shadow banks", o sistema bancário legal pode acabar absorvendo um montante de perdas vindos do setor informal através do mecanismo citado, colocando o sistema bancário formal em risco.

Ao manter as taxas de juro artificialmente baixas, as autoridades forçaram os poupadores para pesquisar produtos financeiros mais lucrativos.Favorecendo os bancos que, por sua vez, favorece empresas estatais ou empresas conectadas ao setor privado com empréstimos, o sistema bancário chinês forçou as pequenas empresas a buscar o mercado informal. Consequentemente, as instituições não bancárias de empréstimo tem atraído a maior parte das poupanças com rendimentos mais elevados e investindo esses fundos no setor privado, onde a demanda por crédito continua a ser elevada.

2.5. Porque Repressão Financeira?

Uma economia fundamentalmente orientada para a exportação de bens requer a manutenção da taxa de câmbio desvalorizada. A repressão financeira reduz os custos do governo para esterilizar as intervenções no mercado de câmbio para a desvalorização da moeda. O custo para o governo de manter uma taxa de câmbio subvalorizada é muito menor do que seria em um ambiente mais liberalizado da taxa de juros. Em um ambiente de maior liberalização financeira, o custo da esterilização

subiria colocando maior pressão sobre as autoridades para a apreciação da taxa de câmbio, de modo a reduzir o superávit externo, reduzindo tanto a quantidade necessária de intervenção no mercado de câmbio quanto à magnitude necessária de operações de esterilização (LARDY, 2008).

A repressão financeira ao mesmo tempo que facilita a desvalorização da taxa de câmbio chinesa,sustentando seu crescimento, também impõe custos sobre a economia da China. Taxas de empréstimo muito baixa resultaram em excesso de demanda por empréstimos bancários e aumento do uso de metas quantitativas para controlar o crescimento do crédito (LARDY, 2008).

Algumas políticas destinadas a manter o controle macroeconômico, como a política cambial e o controle da taxa de juros, influenciaram diretamente a composição da procura interna, tornando o investimento privado a principal fonte de crescimento da demanda. (RAJAN, 2006). Embora esse fenômeno ajude o maior crescimento, tal cenário somado a um sistema bancário ineficiente pode resultar em distorções de bem estar. Os custos dessas ineficiências são, provavelmente, em última instância suportados pelos depositantes, em termos de baixos retornos reais sobre suas poupanças, ou através do financiamento de transferências fiscais para empresas e instituições financeiras (RAJAN, 2006).

3. Cenário Econômico

3.1. Desequilíbrio

O desempenho geral da economia chinesa tem sido excepcional nas últimas décadas. Ao mesmo tempo, o governo está cada vez mais preocupado com algumas das desvantagens da China e seu padrão de crescimento liderado pela indústria e uso intensivo de capital. O governo da China quer mudar o padrão de crescimento, mantendo o crescimento global elevado. Reequilibrar a economia é atualmente um dos principais temas da política econômica no país. O governo quer não apenas crescimento, mas um crescimento sustentável. Sendo assim, é preciso diminuir a dependência dos investimentos, reduzir o uso intensivo em energia e matérias-primas, aumentar a preocupação de um crescimento que não prejudique o meio ambiente e

tentar diminuir a desigualdade da população, particularmente entre zonas urbanas e rurais (KUIJS e HE, 2007).

No Congresso Nacional do Povo, em março de 2010, Wen Jiabao, advertiu, "o maior problema com a economia da China é que o crescimento é instável, desequilibrado, descoordenado e insustentável". Uma estratégia de crescimento baseada nas exportações apoiado por grandes poupança e investimento era o caminho certo para o crescimento da China no início de 1990, e o sucesso econômico nas ultimas décadas confirma tal ideia. No entanto, muita coisa mudou. Em 1990 a China apresentava-se como uma economia pequena que começava a se abrir. Atualmente as exportações da China tem uma maior significância, seja em relação à diversificação dos produtos como em relação à importância mundial, podendo ser considerado um país dominante em muitos mercados.

A questão é que o rápido crescimento da China observado nas últimas décadas pode desacelerar, pois os desequilíbrios na economia podem tornar tal crescimento não sustentável. Um desequilíbrio interno crescente, acompanhado de uma expansão da produção, dificulta a situação econômica chinesa diante de uma desaceleração da economia global, como observado recentemente. Uma desaceleração de seus mercados consumidores, como por exemplo, uma crise nos Estados Unidos e na Europa, implica uma maior dificuldade para as empresas chinesas de escoar sua produção sem que haja uma queda dos preços. Um declínio dos preços levaria a uma redução dos lucros, aumentando a inadimplência e dessa forma minando a confiança dos investidores (AZIZ E DUNAWAY,2007). Além disso, o risco de protecionismo crescentes nos parceiros comerciais da China como política de defesa para evitar uma recessão poderia piorar ainda mais a situação da economia chinesa, fortemente dependente do consumo externo.

Em 2004 a alta liderança política da China concordou em alterar a estratégia de crescimento do país. Ao invés de um crescimento liderado pelo elevado investimento e dependente das exportações, a ideia seria a transição para uma trajetória de crescimento baseada na expansão do consumo doméstico. Desde 2004 a liderança chinesa, em especial, Wen Jiabao, reiterou o objetivo de fortalecer o consumo doméstico como principal fonte de crescimento econômico do país. A transição de um crescimento impulsionado pelo investimento e um superávit comercial global em direção a um crescimento mais dependente do consumo aumenta a probabilidade da China sustentar um crescimento elevado, alcançando a criação de

emprego mais rápido, melhorando a distribuição de renda, ou pelo menos diminuir o ritmo do aumento da desigualdade de renda, e reduzir os seus aumentos exagerados no consumo de energia (LARDY (a),2006). Com base nisso,podemos apontar alguns fatores que levam as autoridades chinesas a querer mudar o modelo de crescimento baseado em elevado investimento, baixa poupança e exportação.

Primeiro, existem algumas evidências de que o modelo orientado para o crescimento, chamada de padrão de crescimento extensivo, leva a uma menor eficiência no uso dos recursos. Com o acelerado crescimento do investimento, a eficiência da utilização de recursos tem diminuído. O excesso de capacidade das indústrias, faz com que o crescimento dos lucros caia e consequentemente passe a ser produzido muito abaixo da capacidade. Um exemplo seria a indústria de ferro, onde a capacidade de utilização em 2005 foi de apenas 40% (LARDY (a),2006). Excesso de capacidade semelhante surgiu em alumínio, automóveis, cimento, e coque. Por exemplo, a produção de veículos em 2005 foi de seis milhões de unidades, enquanto a capacidade era de 8,7 milhões.

Em segundo lugar, o modelo de padrão extensivo de desenvolvimento econômico utilizado tem impedido o crescimento do consumo pessoal. O consumo pessoal na China em 2005 era 30% menor do que o nível que teria sido alcançado se a porcentagem de consumo das famílias do PIB permanecesse no nível de 1990 (LARDY (a), 2006).

Relacionado com o crescimento lento do consumo, o padrão de crescimento que tem sido adotado pela China tem gerado ganhos muito modestos no emprego. O padrão capital - intensivo de crescimento parece ter contribuído para um menor ritmo de criação de emprego, pela simples razão de que as indústrias de aço e de outros produtos de bens de investimento empregam bem menos trabalhadores por unidade de capital se comparadas às indústrias leves que produzem bens de consumo ou se comparadas ao setor de serviço.

Outra razão que leva a liderança da China a desejar uma transição em seu modelo de crescimento está relacionada ao crescente consumo de energia e seus efeitos negativos sobre o meio ambiente. O crescimento baseado em altos investimentos exigiu a produção de máquina de operação e equipamentos e os insumos para produzi-los, para crescer muito mais rapidamente do que a produção de bens de consumo. O rápido crescimento da produção de bens de investimento, por sua vez, aumenta a demanda por energia de forma desproporcional. Uma vez que dois

terços da energia da China vêm do carvão, a crescente demanda por energia gerada por crescimento baseado em capital intensivo aumentou o consumo de carvão em dois terços desde 2000. O consumo de carvão chegou a mais de dois bilhões de toneladas em 2005, quase duas vezes o consumo de carvão dos Estados Unidos. Como resultado, a China é o segundo maior emissor de gases de efeito estufa e é o lar de 16 das 20 cidades com a pior poluição do ar no mundo (LARDY (a), 2006).

Um quinto fator que motiva a China a buscar uma transição para um padrão de crescimento movido pelo consumo é que a dependência de seu crescimento econômico em relação ao investimento. Esta excessiva dependência pode minar o progresso em relação a um sistema bancário orientado comercialmente. A grande capacidade de financiamento veio diretamente do governo. Excesso de investimento em alguns setores levaria a um excesso de capacidade e a queda dos preços, que poderia resultar em uma nova onda de empréstimos inadimplentes, o que afetaria o balanço dos bancos estatais. A Comissão de Desenvolvimento e Reforma Nacional (2006) no seu relatório ao Congresso Nacional do Povo, reconheceu, “efeitos adversos do excesso de capacidade de produção em algumas indústrias começaram a surgir”. Os preços dos produtos destas indústrias caíram e os estoques cresceram, os lucros das empresas caíram, gerando perdas e aumentando o risco financeiro.

Um último fator é que a dependência excessiva sobre a expansão das exportações líquidas, ou seja, um superávit comercial crescente, aumenta a perspectiva de uma reação protecionista nos Estados Unidos e outros importantes mercados para as exportações chinesas (LARDY (a), 2006). Banco Central da China, o Banco Popular da China, reconheceu explicitamente esse fator em seu relatório sobre a implementação de uma determinada política monetária, em que abertamente declarou que um superávit comercial excessivo "irá aumentar os atritos comerciais" (Banco Popular da China, 2005).

3.2. Reequilíbrio?

O crescimento do consumo, em termos absolutos, durante o período de reforma foi consideravelmente elevado. No entanto, ao longo da última década, a sua importância relativa como fonte de crescimento econômico foi limitada em comparação com o investimento. Na década de 1980 o consumo das famílias era em

média, pouco mais da metade do PIB. Essa parcela caiu para uma média de 46 por cento na década de 1990. Mas depois de 2000, o consumo das famílias em percentagem do PIB caiu drasticamente e em 2005 representaram apenas 38 por cento do PIB, a menor participação de qualquer grande economia no mundo (LARDY (a), 2006).

Os altos investimentos, como já citado anteriormente, podem ser justificados pelo baixo custo de capital. Os lucros das empresas chinesas apresentaram crescimento ao longo dos últimos anos sugerindo que os retornos sobre os investimentos são muitos atraente. Isso ocorre devido aos baixos custos de energia, serviços públicos, preços da terra, baixo controle da poluição e principalmente pelo baixo custo de capital. Contas de investimento representam cerca de 45 por cento do PIB da China, e 90 por cento do que é financiada domesticamente (a taxa de poupança nacional é de 55 por cento do PIB). O investimento direto estrangeiro corresponde a menos de 5 por cento do PIB. O crédito bancário doméstico e os lucros reinvestidos de empresas representam a maior parte das necessidades de financiamento. Além disso, as taxas dos empréstimos bancários são baixas por causa das reduzidas taxas de depósito determinados pelo governo. O custo de capital não é apenas baixo, mas caiu em relação aos salários, apesar da abundante oferta de trabalho no país. Como resultado, a produção foi desviada cada vez mais em direção a capital intensivo prejudicando criação de emprego. Além disso, a taxa de câmbio desvalorizada e expectativa amplamente difundida entre os investidores de que a moeda irá apreciar apenas gradualmente tem influenciado os investimentos para as exportações e a substituição de importações, contribuindo para o aumento do superávit comercial.

Com o crescimento e o grande impacto econômico em muitos países, as discussões sobre seu desequilíbrio interno têm sido ampliadas. Segundo alguns estudos, durante períodos de recuperação, as empresas tendem a investir e a se expandir, aumentando a demanda por recursos, como capital e trabalho. Isso aumenta os custos de entrada, reduzindo os lucros e diminuindo o investimento. Sendo assim, menos empresas produtivas saem do mercado, o crescimento econômico diminui e os preços se estabilizam (LARDY (a), 2006). No entanto na China, os mercados não são desenvolvidos e os preços não fornecem um verdadeiro reflexo de oferta e demanda vigentes no mercado. Em vez disso, eles são influenciados, em diferentes graus, pelo governo. Consequentemente, reequilíbrio requer envolvimento ativo do governo na

forma de mudanças e reformas políticas. Sendo assim, a partir do cenário atual chinês, acredita-se que o reequilíbrio não vai acontecer naturalmente, mas que será consequência de mudanças relacionadas à política monetária, liberalização dos preços, reforma do mercado financeira e mudanças em politicas de despesa do governo (LARDY (a), 2006).

Para que ocorra o reequilíbrio da economia chinesa AZIZ E DUNAWAY (2007) apresentam quatro aspectos que devem ser modificados. Primeiramente é preciso aumentar o custo de capital. As taxas de juros e taxa de câmbio devem ser o elemento chave para reduzir o crescimento do investimento e o aumento do crédito bancário. O investimento apresenta-se como uma das principais causas do rápido crescimento. Políticas monetárias eficientes devem ser utilizadas para conter o crescimento do investimento e do crédito com o objetivo de aumentar o custo de capital.

As autoridades temem que os aumentos nas taxas de juros possam incentivar a entrada de capital que irá adicionar liquidez ao sistema bancário, exigindo aumentos na taxa de juros para absorvê-lo. Seria necessário, simultaneamente, elevar o piso das taxas de empréstimo, levantar o teto nas taxas de depósito, e permitir que a taxa de câmbio se valorize mais rapidamente. A implementação dessas políticas além de aumentar o custo do capital, em médio prazo, resultariam em uma moeda mais forte, o que ajudar a frear os investimentos e elevar a renda familiar. O objetivo das políticas econômicas deveria ser fazer com que taxas de juros e taxa de câmbio reflitam cada vez mais a vontade do mercado, de modo que sinalizem preços corretos para investidores e famílias.

Uma redução dos investimentos irá exigir mais do que apenas um aperto monetário. Um segundo aspecto a ser tratado seria a liberalização dos preços. Os preços da economia também precisariam refletir as condições de mercado. Nos últimos anos, o governo começou a aumentar o preço dos terrenos industriais, energia e gasolina, e introduzir normas ambientais mais rigorosas para controlar a poluição. A meta do governo de cortar o uso de energia por unidade do PIB em 20 por cento nos próximos cinco anos teve como efeito não só a melhora na eficiência energética e redução da poluição, mas também, ao aumentar os custos das empresas, controlar o crescimento dos investimentos.

Um terceiro aspecto a ser modificado para atingir o reequilíbrio da economia chinesa diz respeito ao mercado financeiro. A intermediação financeira do governo

tem limitado o acesso ao crédito bancário (AZIZ,2006). Desde 2000 a China tem colocado em prática um programa de reforma bancária para evitar empréstimos inadimplentes e abrir o setor para a participação estrangeira e a competição. Mas, como resultado, de sua gestão de risco e preços deficitária, os bancos estão se tornando conservador, direcionando mais crédito para grandes empresas estatais em detrimento das empresas privadas e das famílias. Sendo o mercado de capital também deficitário parece faltar uma alternativa para o financiamento das empresas e a poupança das famílias. Como resultado, as empresas contam com a poupança interna para o investimento, e os consumidores têm elevada poupança para cuidados de saúde, pensões, habitação e bens duráveis (AZIZ e CUI, 2007). Maior acesso ao crédito e uma ampla gama de instrumentos para levantar fundos reduziria os incentivos das empresas para realizar grandes economias, e melhor acesso ao seguro, crédito e previdência privada iria diminuir a poupança das famílias e do consumo de impulso (AZIZ E DUNAWAY, 2007).

O controle do governo sobre o sistema bancário aparece como um grande obstáculo. Aumentar o consumo das famílias exige não apenas aumentar a parcela da renda familiar em relação ao PIB, mas também reduzir as incertezas que tem mantido a poupança alta. Um fator relevante seria o aumento do rendimento das rendas das famílias através de maiores taxas de depósito e uma maior participação no mercado de capitais. (AZIZ E DUNAWAY,2007).

Por fim, AZIZ E DUNAWAY (2007), apontam como aspecto relevante o deslocamento dos gastos do governo. Dado a situação de controle atual, o governo assume um papel crucial para o reequilíbrio da economia, tendo como principal função melhorar a prestação dos principais serviços sociais, especialmente educação, saúde e pensões. Lares chineses pagam cerca de 80 por cento dos cuidados de saúde, uma das maiores proporções do mundo. Eles também enfrentam uma considerável incerteza sobre as pensões. Além disso, a política chinesa do filho único tem intensificado o envelhecimento da população e levantou a necessidade de poupar para a velhice. O governo aumentou os gastos com educação e saúde nos orçamentos recentes, mas os aumentos têm sido limitados. Em essência, as famílias têm que criar um seguro próprio contra as incertezas associadas com pensões, cuidados de saúde e educação. Com o objetivo de aumentar o consumo interno, é preciso eliminar um dos

principais fatores de poupança. Sendo assim, o papel do governo é o de reduzir as incertezas das famílias em relação aos serviços oferecidos.

O governo chinês optou por reequilibrar a economia através da implementação de reformas fundamentais em várias dimensões para mudar a forte dependência da economia sobre o investimento e as exportações. As mudanças estão ocorrendo de forma gradual. Dado a situação da economia chinesa, o crescimento atual e a baixa inflação, refletem uma falsa impressão de que o tempo está a favor da China em relação à implementação das reformas. No entanto, o desequilíbrio continua a crescer e com o passar do tempo à probabilidade de uma correção torna-se cada vez mais difícil devido aos efeitos de instabilidade gerados no crescimento econômico (AZIZ E DUNAWAY, 2007).

4. Metodologia

4.1 O Modelo Proposto

Inicialmente, o modelo proposto seria o modelo autoregressivo vetorial (VAR). O modelo de estudo seria um VAR(p), que pode ser genericamente representado da seguinte maneira:

$$X_t = \varphi_0 + \varphi_1 X_{t-1} + \cdots + \varphi_p X_{t-p} + \varepsilon$$

onde:

é o vetor de variáveis analisadas;

é o vetor de constantes;

é uma matriz de coeficientes;

é o vetor de erros, que por suposição, são normais e ruídos brancos;

Por motivos de simplificação e viabilidade, o modelo VAR especificado é chamado de VAR reduzido. Nele, o vetor de variáveis é relacionado apenas com o seu passado, isto é, as séries não dependem contemporaneamente umas das outras. Sendo assim, faz-se necessário supor que a matriz de covariâncias do vetor de erros é diagonal. Isso significa que a covariância contemporânea entre as séries é igual a zero.

No entanto, uma das condições para se aplicar o modelo Auto-regressivo vetorial (VAR) é que todas as séries do estudo devem ser estacionárias. Para uma primeira intuição, a partir da análise dos gráficos das séries (Apêndice) e do correlograma, sabemos que as séries não são estacionárias e, portanto, inadequadas ao modelo VAR. Dada a restrição de informação e dados macroeconomicos relacionados ao tema estudado, não foi possível dar continuidade ao modelo econométrico. O número limitado de dados tornaria o modelo inconsistente. Sendo assim, o estudo será feito com base a uma análise descritivas das variáveis consideradas importantes para explicar a repressão financeira.

4.2 Análise dos dados

O conceito de repressão financeira usado nesse estudo refere-se à baixa, e as vezes negativa, taxa real de retorno dos depósitos. Como dito anteriormente, o objetivo do estudo será analisar os efeitos da repressão financeira sob o desequilíbrio na economia da China. A figura 1.1 (Apêndice) apresenta a linha de raciocínio que irá auxiliar tal análise.

Os dados disponíveis em relação às variáveis em questão são limitados. Serão analisados dados anuais macroeconômicos de 1996 a 2010. Devido a quantidade restrita dos dados não será possível realizar estudos econométricos consistentes, estes serão propostos apenas para reforçar a validade do estudo teórico realizado anteriormente.

A repressão financeira real pode ser calculada a partir da razão entre o índice de preço ao consumo (IPC) em reação ao juro nominal (i). A nominal por sua vez será dada pela diferença dos juros nominais e o crescimento nominal do PIB.

RF real:

$$FR_{real} = \left(\frac{1+i}{1+IPC}\right) - 1$$

RF nominal:

$$FR_{nom} = i - PIB_{nom}$$

4.1.1. Juros

Inicialmente, são propostas duas regressões simples com o objetivo de analisar a relevância dos parâmetros associados à repressão financeira real e nominal no período t e no período passado para explicar a margem financeira dos juros como porcentagem do PIB (II_t):

(1) $II_t = \beta_0 + \beta_1 FR_{real_t} + \beta_2 FR_{real_{t-1}} + \varepsilon_t$

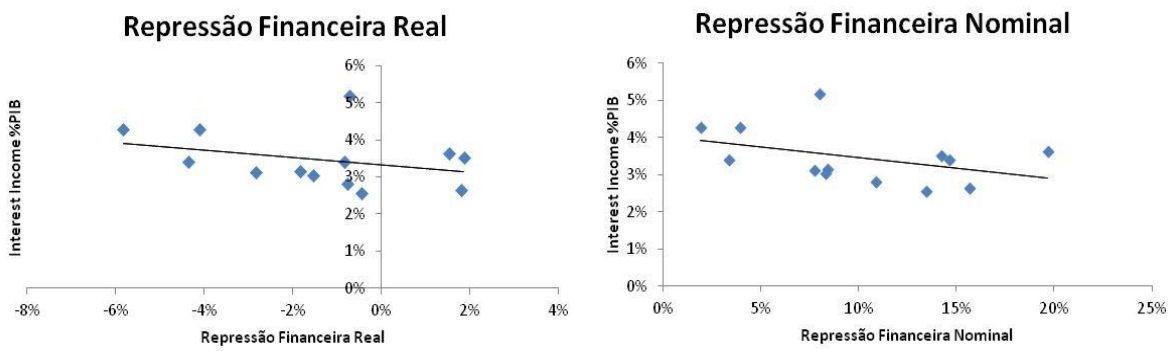
(2) $II_t = \beta_0 + \beta_1 FR_{nom_t} + \beta_2 FR_{nom_{t-1}} + \eta_t$

A partir de uma análise descritiva inicial em (1) espera-se que os parâmetros β_1 e β_2 apresentem valores negativos, visto que a correlação, medida usada para avaliar a intensidade da associação linear existente entre as variáveis, é negativo. Ou seja, quanto maior a repressão financeira, ou seja, menor a taxa de juros, seja ela real ou nominal, menor o rendimento dos juros em relação ao produto interno bruto.

No entanto, os valores esperados de β_1 e β_2 são diferentes entre si. A partir de uma intuição econômica, acredita-se que $\beta_1 > \beta_2$, ou seja, que a repressão financeira presente tenha um maior impacto na explicação do rendimento dos juros como porcentagem do PIB médio esperado. Uma análise análoga pode ser feita em relação a regressão (2).

Os gráficos de correlação apresentados abaixo (3.1 e 3.2) servem de auxílio para a análise descritiva básica feita anteriormente.

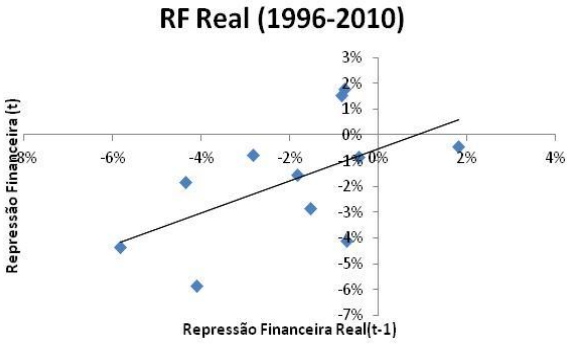
Gráfico 3.1 e 3.2– Correlação entre FR e II (%PIB)

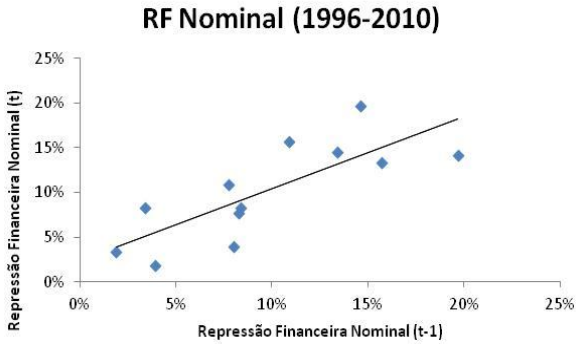


Ao observarmos o coeficiente de correlação, embora a relação entre a repressão financeira real e nominal em relação aos juros, seja considerada fraca, a nominal apresenta uma relação um pouco mais forte, o que pode influenciar na magnitude do parâmetro associado a repressão financeira nominal.

A repressão financeira no período t, como esperado, a partir de uma análise descritiva apresentam significativa correlação com a repressão financeira no período passado (t-1). Para testar se essa correlação é estatisticamente significante foi feita a seguinte regressão $\mathrm{FR}_{\mathrm{real}_t} = \mathrm{c} + \partial \mathrm{FR}_{\mathrm{real}_{t-1}} + \varepsilon$. Sendo a hipótese nula referente à $\partial = 0$ foi rejeitada. O mesmo foi realizado para a repressão financeira nominal, com resultado equivalente.

Gráfico 4.3, 4.4 – Correlação entre FR t-1 vs FR em t





4.1.2. Salário

Outra variável relevante para o estudo é o salário. A partir do discurso feito anteriormente acredita-se que a repressão financeira teria um impacto negativo sobre os salários (w_t). Como dito anteriormente, não é apenas a grande oferta de trabalhadores chineses que impede o crescimento dos salários. A fragilidade do setor financeiro na China, apresenta-se como o principal fator de influencia nos salários, através da dificuldade das empresas de obterem financiamento. As empresas chinesas dependem de financiamento bancário para capital de giro para pagar salários e outras despesas correntes , no entanto o crédito é restrito.

Considerando a repressão financeira como a principal causa de um sistema financeiro frágil, é esperado que quanto maior a repressçao financeira, menores os salários. Um gráfico de correlação (3.5) entre a repressão financeira real e os

salários como porcentagem do PIB retorna a existência de uma correlação negativa forte entre as duas variáveis em análise.

Em um primeiro momento, apenas a repressão financeira atual e passada seriam usadas para explicar o salário atual. No entanto sabemos da possível presença de correlação entre as variáveis explicativas. A partir de uma análise descritiva, a elasticidade do emprego apresenta-se como uma variável relevante para o estudo. Possui elevada correlação com o salário e com a repressão financeira.Dessa forma, o modelo que temos é:

(3) $w_t = \beta_0 + \beta_1 FR_{real_t} + \beta_2 FR_{real_{t-1}} + \theta_t$

Gráfico 4.5 – Correlação entre FR real e w_t.

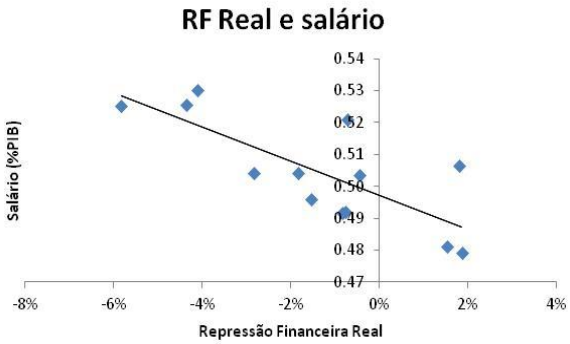
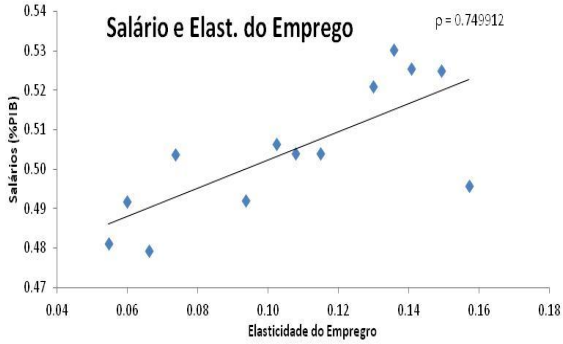


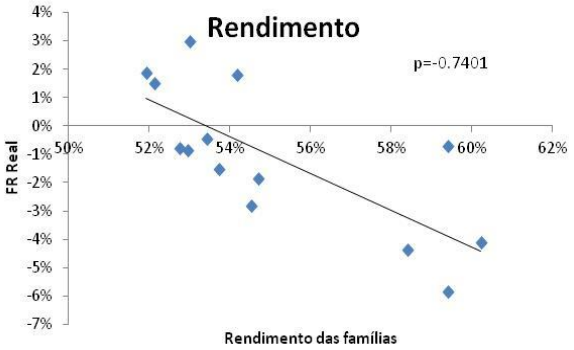
Gráfico 4.6 – Elasticidade do Emprego



4.1.3 Renda Familiar

Nos estudos iniciais evidenciamos a importância da variável renda familiar, determinada em grande parte pelo salário, para entender o desequilíbrio interno da economia chinesa. A repressão financeira teria impacto negativo sobre a renda familiar contraindo o consumo. O objetivo de propor essa regressão seria o de analisar o sinal e magnitude dos parâmetros associado a cada uma das variáveis explicativas. Sendo h_t o rendimento familiar como porcentagem do PIB, a partir de análises feitas anteriormente e intuições acreditamos que este possa ser explicado fundamentalmente pelos salários. Espera-se que quanto maior os salários, maior a renda familiar, portanto β_1 assumiria valores positivos. Além dos salários seria interessante avaliar o impacto de outros componentes da renda familiar como, por exemplo, do rendimento dos investimento ou transferências correntes líquidas, na variável resposta em questão. Embora espera-se que o impacto seja menor, ele pode ser significante.

(4) $h_t = \beta_0 + \beta_1 w_t + \beta_2 I + \cdots + \vartheta_t$



4.1.4 Consumo

Por fim, uma regressão que tem como variável resposta o consumo como porcentagem do PIB será fundamental para reforçarmos a ideia proposta pelo estudo. A repressão financeira faz com que o consumo em relação ao PIB caia. Essa queda no consumo pode ser explicada, por exemplo, pela queda da renda das famílias, pelo aumento da poupança entre outras variáveis apresentadas anteriormente no estudo. O modelo sugerido para o consumo seria o seguinte:

(5) $c_t = \beta_0 + \beta_1 h_t + .. + \delta_t$

4.4. Ajustes

Para que uma série de dados possa ser modelada adequadamente ela deve ser estacionária, ou seja, sua média e sua variância devem ser constantes, qualquer que seja t, e sua auto-covariância deve depender somente das defasagens, e não de t. Na realidade, principalmente dados macroeconômicos apresentem não estacionariedade. Portanto, para trabalharmos com os dados será necessário transformar séries temporais não estacionárias em séries temporais estacionárias para validar a análise proposta. Para isso, será preciso tomar a diferença das séries que apresentarem tal característica.

Foi proposto testes de raiz unitária para identificar se a série é ou não estocástica. No entanto, dado a limitação dos dados, não foi possível continuar o estudo econométrico sugerido, pois os os procedimentos necessários para a correção tornariam o número de observações cada vez menor prejudicando o resultado do modelo.

Sendo assim, o modelo proposto com os dados disponíveis atualmente não é possível de ser explorado. Através de uma análise descritiva dos dados espera-se ter sustentato a idéia proposta pelo estudo.

5 Conclusão

A repressão financeira ajudou a China a manter a estabilidade financeira necessária para a reforma, mas com o tempo, como vimos, está resultando em custos crescentes em relação à eficiência econômica. Em um modelo de crescimento liderado pela indústria e uso intensivo de capital a repressão financeira apresentou-se necessária mas no longo prazo trouxe custos ao país.

A repressão financeira reduz o custo para o governo realizar intervenções para sustentar uma taxa de câmbio subvalorizada, trás maiores lucros aos bancos, sustentou um crescimento economico elevado do país nos últimos anos. No entanto, é preciso considerar que a repressão financeira impacta em sua estrutura de crescimento.

A manutenção da taxa de juros a níveis baixos por um longo período de tempo levou a uma queda das taxas de empréstimos, que já eram baixas, resultando em excesso de demanda por empréstimos bancários e aumentos do uso de metas quantitativas para aumentas o crescimento do crédito. Como consequência temos uma alocação de capital menos eficiente através do sistema bancário que alimenta o sistema financeiro informal, aumentando o risco sistemico do país. Repressão financeira também apresenta-se hostil a de meta de longo prazo de desenvolvimento de um sistema bancário comercial . Tem deprimido o crescimento da renda familiar , minando o objetivo do governo de transição para uma trajetória de crescimento que depende menos do investimento e das exportações líquidas e mais em consumo doméstico. A repressão do sistema financeiro diminuiu as alternativas para escoar essa poupança em depósitos no sistema bancário estatal. O rápido crescimento é sustentado então pelo elevado investimento possibilitado pela poupança das famílias

Dado esse cenário, a repressão financeira apresenta-se como uma armadilha. Caso a China aumente suas taxas de juros isso irá refletir em dificuldades financeiras e o aumento do desemprego visto que muitos chineses conseguem sobreviver financeiramente graças ao subsídio imposto sobre o capital.

Referências

ANDERSON, Jonathan. **Solving China's Rebalacing Puzzle.** Financial and Develpment, A quartely magazine of the IMF, v.44,n.3, Set.2007.

AZIZ, Jahangir and CUI, Li, **Explaining China's Low Consumption**: The Neglected Role of Household Income (July 2007). IMF Working Papers, pp. 1-36, 2007.
AZIZ, Jahangir; DUNAWAY, Steven. **China's Rebalancing Act**. Financial and Development, A quartely magazine of the IMF, Set.2007

AZIZ, Jahangir.Rebalancing. **China's Economy: What Does Growth Theory Tell Us?** IMF Working Paper, n. 06/09 (Washington: International Monetary Fund), 2006

DOLLAR, David; WEI, Shang-Jin. **Das (Wasted) Kapital: Firm Ownership and Investment Efficiency in China**, IMF Working Paper, v.7,n.9, Jan. 2007

ELLIOT, Douglas J.; YAN,Kay, **The Chinese Financial System An Introduction and Overview,** China Center Monograph Series, n. 6, Jul. 2013

GOLDSTEIN, Morris. **A Lack of Progress Report on China's Exchange Rate Policies.** Peterson Institute for International Economics, Working paper series, n.07, v.5, Jun. 2007

GOODFRIEND,Marvin ; PRASAD, Eswar.**A Framework for Independent Monetary Policy in China.** Internacional Monetary Found. WP/06/111.Maio, 2005.

GUTHRIE, Doug (2009), **China and Globalization:** The social, Economic and Political Transformation of Chinese Society. Edição Revisada, New York, Global Realities, 2009, 367.

HAO, Chen. **Development of financial intermediation and economic growth: The Chinese experie**nce China Economic Review. China economic review, Clermond-Ferrand,vol.17, n 4, p.347-36, 2006.

HE, Jianwu; KUIJS,Louis. **Rebalancing China's Economy: Modelin a Policy Package.** World Bank China Research Paper, no. 7, Set.2007

HUANG, Yiping ;WANG, Xung. **Does Financial Repression Inhibit Economic Growth?** Empirical Examination of China's Reform Experience – China Center for Economic Research (CCER), Peking University, China ,August 2010.

JOHANSSON, Anders; WANG, Xung. **Financial Repression and Structural Imbalances** . Stockholm School of Economics *CERC Working Paper* 19 –Dezembro 2011.

KUIJS, Louis.**How will China's Saving-Investment Balance Evolve? .**World Bank Policy Research Working Paper 3958, July 2006
a. LARDY, Nicholas.**China: Toward a Consumption-Driven Growth Path**.Institute for International Economics, n.PB06-6, Out. 2006

LARDY,Nicholas **Financial Repression in China**;*Policy Brief Peterson Institute* Number PB08-8, setembro, 2008.

LEVINE, Ross.**Finance and Growth:** Theory, Mechanisms and evidence, in Aghion, P. and S. N. Durlauf (eds.),Handbook of Economic Growth, Elsevier, 2005.
LI, David, **Beating the trap of financial repression in China**, Cato Journal, *v.*21,n 1: p.77-90,2001.

LI, Cindy. **Asia Focus,** Federal Reserve Bank of San Francisco, Country Anlysis Unit, Abril 2012

LIN, Justin; CAI, Fang; Li, Zhou. **The Lessons of China's Transition to a Market Economy.**The Cato Journal, v.16 ,n.2, 1996

MASWANA, Jean-Claude .China's Financial Development and Economic Growth: Exploring the Contradictions. **International Research Journal of Finance and Economics**,v. 19,p.89-101,2008

MCKINNON, Ronald I. **The Order of Economic Liberalization***:* Financial Control in the Transition to a Market Economy. Baltimore: Johns Hopkins University Press,1973

NAUGHTON, Barry, **The Chinese Economy**: Transition and Growth,2 ed., Estados Unidos,MIT Press,2006.

a. PETTIS, Michael, **Rumors on the PBoC Deregulating Chinese Bank Deposit Rates,**Emerging Markets Asia Economonitor; Roubini Global Economics,2010
b. PETTIS, Michael ,**The PBoC Can't Easily Raise Interest Rates,**Emerging Markets Asia Economonitor; Roubini Global Economics,2010
c. PETTIS, Michael ,**Who Will Pay for China's Bad Loans?**. Michael financial blog.Abril**,**2010
Disponível em: http://www.mpettis.com/2010/04/06/who-will-pay-for-chinas-bad-loans/. Acesso em : 24 setembro 2012.

a. PRASAD, Eswar ;RAJAN, Raghuram,**Modernizing China's Growth Paradigm**, International Monetary Found, IMF Policy Discussion Paper, 2006

b. PRASAD, Eswar (2007),**Is the Chinese Growth Miracle Built to Last?**.China Growth. Tolani Senior Professor of Trade Policy Cornell Universuty, Abril,2007,Revised: July23,2007.

ROUBINI, Nouriel ; SALA-I-MARTIN, Xavier .**Financial Development, the Trade Regime, and Economic Growth** - NBER Working Paper Series (3876),1991.

SCHUMPTER, Joseph A. **A Theory of Economic Development.** Cambridge, MA: Harvard University Press.1991
SHAW, Edward.**Financial Deepening in Economic Development**.Elsevier Journal of Development Economics New York: Oxford University Press,v.1, pag. 80-84, Abr.1974

TREW, Alex .**Finance and Growth: A critical Survey**. Economic Record, v.82, n.259, p. 481-490,2006

ZHANG, Joe. **Why I Became a Chinese Shadow Banker,** Jul 8, 2013 6:00 PM GMT-0300. Disponível em: http://www.bloomberg.com/news/2013-07-08/why-i-became-a-chinese-shadow-banker.html. Acesso: 02 de setembro de 2013 as 22:00 horas

Apêndice

Gráficos

Gráfico 2.2 – Composição do PIB

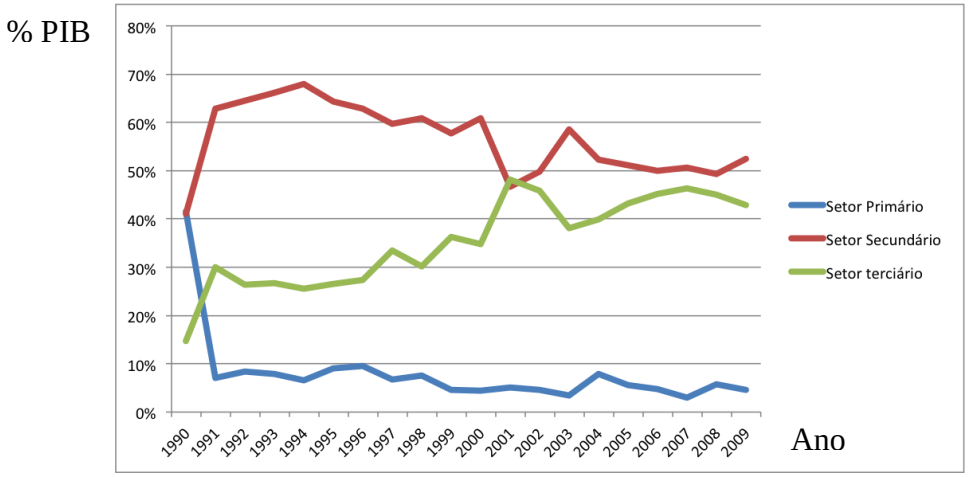


Gráfico 2.3 – Crescimento do crédito bancário pós crise 2008

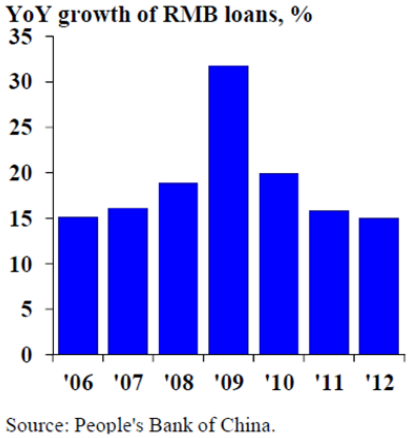
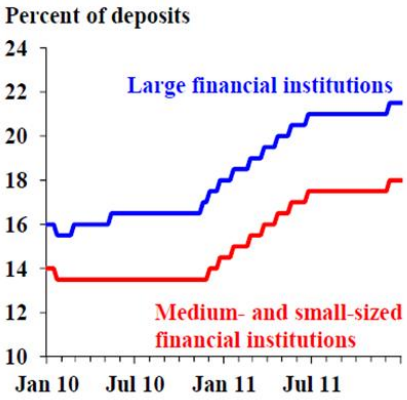


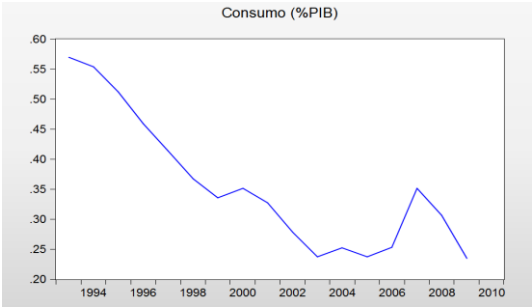
Gráfico 2.4- Compulsório

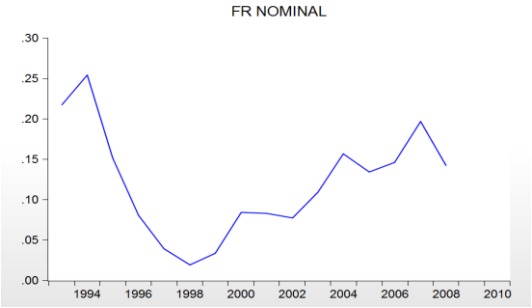


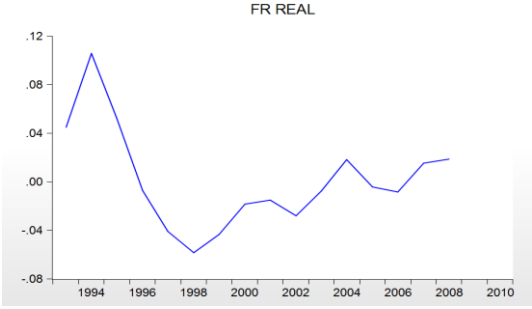
Source: People's Bank of China.

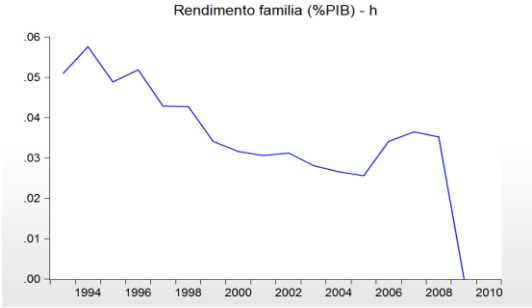
Gráficos 4.1 a 4.6 – Análise da estacionariedade das séries

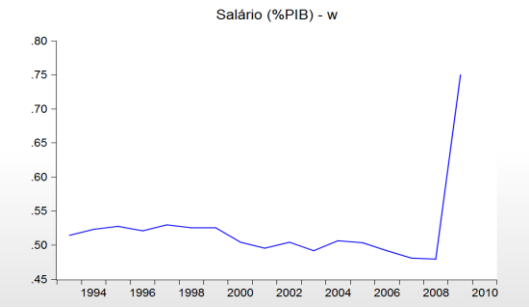
Gráficos generados no Eviews.





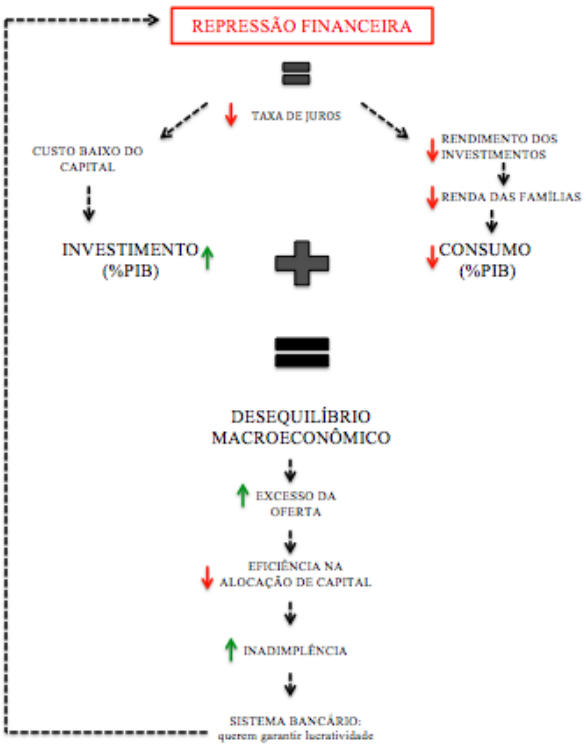






Figuras

Figura 1 - Mapa Conceitual



Tabelas

Tabela 1- Índices financeiros

Índice	China	Asia	Demais países
Porcentagem de empresas com poupança	96.0	87.6	87.8
Porcentagem de empresas com um empréstimo bancário / linha de crédito	25.3	37.6	35.4
Valor das garantias necessárias para um empréstimo (% do montante do empréstimo)	197.0	176.7	168.8
Percentual de empresas que utilizam os bancos para financiar investimentos	14.7	23.9	26.2
Proporção dos investimentos financiados pelos bancos (%)	4.5	15.1	16.5

Fonte: World Bank