

"A FEA e a USP respeitam os direitos autorais deste trabalho. Nós acreditamos que a melhor proteção contra o uso ilegítimo deste texto é a publicação online. Além de preservar o conteúdo motiva-nos oferecer à sociedade o conhecimento produzido no âmbito da universidade pública e dar publicidade ao esforço do pesquisador. Entretanto, caso não seja do interesse do autor manter o documento online, pedimos compreensão em relação à iniciativa e o contato pelo e-mail [bibfea@usp.br](mailto:bibfea@usp.br) para que possamos tomar as providências cabíveis (remoção da tese ou dissertação da BDTD)."

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO  
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

**FINANCIAMENTO E DESENVOLVIMENTO  
ECONÔMICO:  
UMA ANÁLISE DA EXPERIÊNCIA COREANA**

**Dante Mendes Aldrighi**

**Orientador: Prof. Dr. Flávio Azevedo Marques de Saes**

*Tese apresentada à Faculdade de Economia,  
Administração e Contabilidade da Universidade de  
São Paulo para a obtenção do título de Doutor em Economia*

**São Paulo, Julho de 1994**

## RESUMO

### FINANCIAMENTO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO: UMA ANÁLISE DA EXPERIÊNCIA COREANA

Este trabalho trata das relações entre fatores financeiros e desenvolvimento econômico sob uma perspectiva teórica e empírica. Na primeira parte, revisita-se a literatura, privilegiando-se seus aspectos teóricos: discute-se o debate ensejado pelas teses de McKinnon e de Shaw (o chamado *paradigma da repressão financeira*); o *paradigma da Economia da Informação* e a ênfase que seus defensores concedem às imperfeições nos mercados financeiros derivadas dos problemas de informação; e os *approaches* que associam o êxito do processo de industrialização retardatária à adoção pelo estado de controles sobre o sistema financeiro no âmbito de uma estratégia de desenvolvimento (a exemplo das análises de Zysman, Taylor e Akiüz e Kotte).

Na segunda parte, estas questões são retomadas à luz da experiência coreana de desenvolvimento. Examina-se nesta seção como o estado construiu um arcabouço financeiro subordinado às exigências do crescimento econômico acelerado e do *upgrading* industrial, argumentando-se que o recurso às políticas financeiras de *targeting* setorial (como garantia de suprimento de crédito, juros subsidiados e parceria implícita do estado nos riscos dos investimentos em setores priorizados pelos planos de desenvolvimento) promoveu o alongamento do horizonte temporal contemplado pelas empresas, incentivando-as a se engajarem em investimentos em indústrias com elevadas economias de escala e com grande potencial de *learning by doing* e em modernização tecnológica -- investimentos que dificilmente se efetivariam caso os mercados financeiros fossem livres.

**ABSTRACT****FINANCE AND ECONOMIC DEVELOPMENT: AN ANALYSIS OF THE  
KOREAN EXPERIENCE**

This research investigates the relations between financial factors and economic development under a theoretical and empirical perspective. In the first part, the literature is revisited with emphasis given to its theoretical aspects. We discuss the debate raised by McKinnon and Shaw's thesis (the so-called *Financial Repression Paradigm*); the *Information Economics Paradigm* and the emphasis its supporters put on the imperfections caused to the financial markets by information problems; and the approaches which associate the success of the late industrialization processes to the manipulation of the financial system by the state within the scope of a development strategy (such as the analysis of Zysman, Taylor and Akiüz & Kotte).

In the second part, these questions are focused on the light of the Korean development experience. Arguments are presented to show how the state constructed a financial framework subordinated to the demands of accelerated economic growth and industrial upgrading. We claim that the resource to financial policies of industrial targeting (as guarantees of credit supply, subsidised interest rates and the state's silent partnership on the risks from the private investments in the key sectors designed by the development plans) promoted a widening of the time horizon contemplated by entrepreneurs, making it possible for corporations to absorb the benefits of scale, of learning by doing, and of technological modernization, all of which would hardly occur were financial markets free.

## AGRADECIMENTOS

As agruras de um pós-graduando na etapa de fechamento da tese provocam certas alterações de estado que até mesmo a redação dos "agradecimentos", a parte da tese que a princípio prenunciaria o alívio e a celebração iminentes, passa a ser um encargo -- a exemplo da elaboração dos índices das tabelas ou do *abstract*. Não se tratando evidentemente de uma ingratidão atávica que acomete grande parte dos mestrandos e doutorandos, este aparente paradoxo pode ser parcialmente explicado pelo desencontro entre o impulso de se escrever algo para além da mesmice que se supõe dominar os agradecimentos nas teses acadêmicas e o estoque raquítico de energia intelectual, dilapidado pelos esforços despendidos nos momentos derradeiros que antecedem o *deadline* para a entrega da tese. A ação da memória, pondo em retrospecto a "história" da tese, libera, contudo, lembranças de solidariedade, benevolência e amizade por parte de algumas pessoas que são suficientes para desfazer esta indisposição inicial.

Início, e não poderia fazer diferente, pelo Flávio, orientador e amigo. O coeficiente de gratidão e admiração que tenho por ele cresce ininterruptamente a taxas elevadas desde que o conheci, valendo ressaltar que o patamar inicial já era então bastante expressivo. Durante o mestrado fui beneficiário da generosidade, sabedoria e integridade que compõem seu caráter. No doutorado, confirmou-se a paciência ilimitada com as fraquezas alheias, tolerando as reiteradas violações dos prazos e alguns devaneios do orientando. Mais do que gratidão pela assistência e pelo estímulo que me tem concedido, tenho-lhe admiração pela honradez e lisura que marcam seu comportamento com tudo e com todos.

A convivência com alguns professores do Departamento de Economia da FEA-USP e do Programa de Pós-Graduação do IPE tem me proporcionado incentivos e aprendizados permanentes. Incluem-se neste grupo, Roberto Vermulm -- que, além de livros, me franqueou o acesso a suas acuradas idéias, ambos de grande importância para esta tese; Leda Paulani, interlocutora afável, refinada e sempre disponível ao debate; Iram Rodrigues, que num prazo curto se revelou um grande amigo; José Francisco Gonçalves, companheiro da Área de História Econômica, que teve a gentileza de ler e comentar atentamente meu projeto de tese; Raul Cristovão; Ana Bianchi; e Eleutério Prado. Uma menção especial cabe aos professores Armênio

Rangel, Basília Aguirre e Leda, cujos comentários e sugestões por ocasião do exame de qualificação foram de grande importância para o desenvolvimento da pesquisa, contribuindo para eliminar diversos equívocos.

Na FEA e no IPE tive ainda a oportunidade de conhecer três forasteiros que vieram a se tornar grandes amigos meus: Ramon Garcia (um portenho cuja inteligência sempre prescindiu da presunção), Cleófas Salviano (um mineiro enciclopédico, sereno e extremamente leal) e André Portela (um baiano companheiro de aventuras gastronômicas, de divagações existencialistas e de atividades mundanas e completamente inúteis). Todos têm em comum o apego a convicções que prezo bastante (algumas virtuosas, outras nem tanto). Nestas instituições, pude usufruir também do prazer da companhia de Laura Matos, Adriana Nunes, Andréia e Guena. Sou grato à colaboração que sempre recebi de Rudnei Tonato e de Josué Pelegrini, professores e doutorandos da casa, que trabalhando na mesma área de pesquisa sempre optaram por uma atitude cooperativa.

Amigos fora da escola consolidaram o estofo emocional necessário para a "clausura" do final da tese e para driblar a psicopatologia característica deste período. Tornaram elevado, entretanto, o custo de oportunidade de se fazer uma tese. Certamente, o distanciamento das pessoas que esta impõe não seria tão penoso sem a amizade da Cris, da Silmara, da Dilú e da Ana. Por esta razão, meus "desagradecimentos" a elas. Fabiana, Cláudia, Cristiana e Dora também tinham vantagens competitivas inequívocas sobre a tese.

A gratidão que tenho pelo carinho, apoio e reconhecimento que sempre recebi dos meus pais, irmãos (do Marcos, principalmente) e irmãs, da Luli e da tia Margô é imensa. A tese é dedicada à memória de minha mãe, cuja perseverança, amor, bondade e outras virtudes sempre foram inesgotáveis.

A ajuda dos estagiários Márcia, Higinio e Adriana Dupita na pesquisa empírica e na preparação das tabelas foi de valor inestimável. Não poderia deixar de registrar um reconhecimento especial à Adriana pela retaguarda que me proporcionou na fase final da tese, quando lhe subtraí incontáveis horas de sono e de lazer. Nesta etapa, as ajudas do Flávio e da Fabiana na revisão da digitação e da Ana na redação do *abstract* foram de grande valor. Agradeço também ao apoio operacional das secretárias do Departamento de Economia, especialmente à Cecília, à Natalina e à Sonia. Meus ex-

alunos José Carlos de Faria e José Carlos de Macedo Soares Neto colaboraram enviando-me do exterior livros e artigos que foram de grande valia.

Sou grato pela generosidade e presteza de Tae-Soo Kang, economista do Bank of Korea de Seul, de Lauro Marcos dos Santos e Seon Jong Hwang (representantes do Korea Exchange Bank em São Paulo) e de Rodrigo Spíndola (representante do KOTRA), que me supriram com publicações e informações cruciais para a elaboração da pesquisa.

Por fim, gostaria de agradecer ao Fundo Sasakawa pelo apoio financeiro concedido para a realização da pesquisa, contribuição sem a qual a concentração exigida para um trabalho deste tipo seria dificultada.

## SUMÁRIO

### INTRODUÇÃO 1

#### PARTE I

#### A TEORIA SOBRE AS RELAÇÕES ENTRE FINANCIAMENTO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO 7

##### Capítulo 1

Survey da literatura e marcos analíticos de referência 8

1. Introdução 8
2. O paradigma da repressão financeira 12
  - 2.1 A tese da complementaridade entre moeda e capital fixo de McKinnon (1973) 12
  - 2.2 O desenvolvimento do paradigma da repressão financeira 23
3. As críticas teóricas ao paradigma da repressão financeira 25
4. A avaliação empírica do paradigma da repressão financeira 32
5. A ênfase de Dornbusch e Reynoso na importância da estabilidade financeira para o crescimento econômico 35
6. O paradigma da Economia da Informação 39
7. Da repressão financeira ao colapso financeiro: a reflexão de Diaz-Alejandro 53
8. As revisões de McKinnon nos anos 80 59
9. O approach histórico institucional e a *rationale* para políticas intervencionistas 65
  - 9.1 A hipótese de Zysman: a primazia das estruturas financeiras nos processos de mudança industrial dos países avançados 65
  - 9.2 A defesa de políticas e instituições financeiras caudatárias de uma estratégia desenvolvimentista em processos de industrialização retardatária 72
    - 9.2.1 Taylor (1993): as estratégias financeiras para a estabilização e o ajuste 72
    - 9.2.2 Akiüz e Kotte: as modalidades e os limites do controle financeiro e os pressupostos para a liberalização financeira 77
10. Delineamento de algumas hipóteses sobre a relação entre financiamento e desenvolvimento econômico 92

#### PARTE II

#### O FINANCIAMENTO DO DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO NA CORÉIA 96

##### Capítulo 2

A estratégia coreana de desenvolvimento 97

##### Capítulo 3

Uma visão panorâmica da evolução da economia e das mudanças no sistema financeiro 123

1. O período de formação do sistema financeiro (1876-1945) 124

2. A desorganização financeira entre 1945 e 1953 126
3. O período de reconstrução do sistema financeiro (1954-1961) 128
4. O redirecionamento do sistema financeiro no novo governo militar (1961-1965) 131
5. A reforma financeira de 1965 e a "era dos juros altos" (1965-1971) 135
6. O aprofundamento da interferência do governo no sistema financeiro entre 1972 e 1981/82 139
7. A desregulamentação financeira controlada da primeira metade dos anos oitenta 143
8. O avanço nas reformas financeiras a partir de 1986 148

#### Capítulo 4

##### A estrutura do sistema financeiro coreano 155

1. Classificação, participação de mercado e controle patrimonial das instituições financeiras 155
2. Atribuições e principais operações das instituições financeiras regulamentadas 159
  - 2.1 O Banco Central 159
  - 2.2 As instituições bancárias 166
    - 2.2.1 As principais operações dos DMBs 169
    - 2.2.2 As contas do passivo dos DMBs 175
    - 2.2.3 As contas do ativo dos DMBs 177
    - 2.2.4 Receitas, despesas e rentabilidade dos bancos comerciais 179
  - 2.3 As instituições financeiras não-bancárias 181
    - 2.3.1 As instituições financeiras de desenvolvimento 182
    - 2.3.2 As instituições de poupança 188
    - 2.3.3 As companhias de investimento 191
    - 2.3.4 As companhias de seguro de vida 193
  - 2.4 As instituições do mercado de *securities* 194
  - 2.5 Outras instituições participantes do sistema financeiro 194
    - 2.5.1 O Fundo Nacional de Investimento 195
    - 2.5.2 As companhias de capital de risco 197
    - 2.5.3 Os fundos de garantia de crédito 198
3. Os mercados financeiros não-regulamentados 199

#### Capítulo 5

##### As interferências governamentais no sistema financeiro 202

1. Os mercados de empréstimos dos intermediários financeiros 202
2. Os mercados de *securities* 226
3. A estrutura de financiamento das empresas 240

#### Capítulo 6

##### Avaliação da ingerência governamental no sistema financeiro 249

CONCLUSÕES 268

BIBLIOGRAFIA 279

**ÍNDICE DE TABELAS**

Tabela 1	98
Níveis de produto, produto per capita, taxa de câmbio e taxas de crescimento	
Tabela 2	99
Performance macroeconômica: Brasil e República da Coréia	
Tabela 3	99
Desempenho industrial entre 1979 e 1988 para alguns países selecionados	
Tabela 4	100
Exportações por grupo de mercadoria	
Tabela 5	104
Financiamento bruto do exterior de longo prazo	
Tabela 6	106
Variação dos índices de preços	
Tabela 7	107
Conta corrente do balanço de pagamentos	
Tabela 8	110
Planos quinquenais: taxas previstas e efetivas de crescimento do PNB	
Tabela 9	113
Dados macroeconômicos da Coréia	
Tabela 10	122
Custo do capital externo	
Tabela 11	122
Déficits fiscais	
Tabela 12	129
Composição dos empréstimos segundo o tipo de instituição financeira (1955-1960)	
Tabela 13	133
Depósitos, empréstimos e garantias de empréstimos externos segundo o tipo de instituição financeira (1960-1978)	
Tabela 14	136
Oferta monetária e crédito doméstico na Coréia	
Tabela 15	136
Taxas de juros anuais de empréstimos selecionadas (1960 a 1978)	
Tabela 16	137
Taxas de juros por tipo de empréstimos	
Tabela 17	141
Evolução das taxas de juros nominais e reais	

Tabela 18	142
Grau de endividamento, déficit financeiro e investimento das indústrias manufatureiras	
Tabela 19	144
Taxas reais de juros por tipo de empréstimo	
Tabela 20	150
Ativos financeiros	
Tabela 21	153
Levantamento e uso de fundos pelo setor empresarial	
Tabela 22	154
Intermediação financeira por tipo de instituição	
Tabela 23	157
Instituições financeiras da Coreia	
Tabela 24	158
Depósitos por tipo de instituição financeira (composição e taxa de crescimento)	
Tabela 25	158
Empréstimos por tipo de instituição financeira (composição e taxa de crescimento)	
Tabela 26	158
Empréstimos e redescontos do Bank of Korea (final de 1989)	
Tabela 27	163
Emissões de títulos públicos e do Governo	
Tabela 28	165
Diferenciais das taxas de juros	
Tabela 29	172
Composição dos empréstimos e descontos das instituições bancárias	
Tabela 30	172
Composição dos empréstimos e descontos das instituições bancárias	
Tabela 31	173
Bancos comerciais: garantias dos <i>bonds</i>	
Tabela 32	183
Taxas de juros de empréstimos seleccionadas (1980 a 1985)	
Tabela 33	183
Crédito doméstico	
Tabela 34	206
Taxas de juros seleccionadas	
Tabela 35	210
Participação dos policy loans nos empréstimos dos bancos e das IFNBs	

Tabela 36	211
Empréstimos direcionados dos DMBs	
Tabela 37	212
Alocação do incremento líquido dos depósitos dos bancos comerciais (1981)	
Tabela 38	212
Composição dos empréstimos dos DMBs para o setor manufatureiro	
Tabela 39	218
Custo médio dos empréstimos por setor	
Tabela 40	224
Tendências monetárias (crescimento anual em porcentagem)	
Tabela 41	224
Participação dos 30 maiores conglomerados econômicos no crédito bancário (1986 a 1988)	
Tabela 42	232
Desenvolvimento do mercado de ações (1968 a 1992)	
Tabela 43	233
Emissões de <i>bonds</i>	
Tabela 44	234
Fundos levantados pelas empresas nos mercados de <i>securities</i>	
Tabela 45	241
Estrutura de financiamento das empresas	
Tabela 46	242
Fontes de financiamento externo das corporações	
Tabela 47	253
Indicadores financeiros selecionados para NICs asiáticos (1970 a 1986)	

**ABREVIATURAS**

BCLPC	Banco de Crédito de Longo Prazo da Coréia
BEIC	Banco de Exportação e Importação da Coréia
BEM	Bonds de Estabilização Monetária
BIC	Banco Industrial da Coréia
BNC	Banco Nacional dos Cidadãos
BOK	Banco da Coréia
CAM	Conta de Administração Monetária
CFDE	Corporação Financeira do Desenvolvimento Econômico
CFSC	Corporação de Financiamento de Securities da Coréia
CIF	Companhia de investimento e financiamento
CPFM	Companhia de poupança e financiamento mútuo
CSNV	Companhia de seguro não-de-vida
CSV	Companhia de seguro de vida
CTIS	Companhia de trust de investimento em securities
DMB	Deposit money bank
EPB	Economic Planning Board
FNCA	Federação Nacional das Cooperativas Agrícolas
FNCG	Federação Nacional das Cooperativas de Gado
FNCP	Federação Nacional das Cooperativas de Pesca
FNI	Fundo Nacional de Investimento
HCI	Indústrias pesadas e químicas
IFD	Instituição financeira de desenvolvimento
IFNB	Instituição financeira não-bancária
IPA	Índice de preços no atacado
IPC	Índice de preços ao consumidor

KAB	Banco da Agricultura da Coréia
KDB	Banco de Desenvolvimento da Coréia
KEB	Korea Exchange Bank
KSE	Korea Securities Exchange
MB	Monetary Board
MBC	Merchant bank corporation
MOF	Ministério das Finanças
NPL	Non-performing loans
PIB	Produto Interno Bruto
PNB	Produto Nacional Bruto
PQDE	Plano Qüinqüenal de Desenvolvimento Econômico
SEC	Securities Exchange Comission
UC	União de Crédito

# **INTRODUÇÃO**

Entre os traços distintivos que conformaram a singularidade do cenário econômico mundial nos anos oitenta, inequivocamente não se pode excluir o movimento em direção a uma maior liberalização financeira. Países cujos arranjos econômico-institucionais se notabilizaram até então pela interferência governamental extensiva na mobilização e alocação da poupança financeira, no fornecimento de crédito subsidiado, na administração da taxa de juros, no controle estrito dos fluxos de capital do e para o exterior, ou na delimitação severa da área de atuação para os diversos tipos de instituição financeira, passam a abdicar parcial ou integralmente, e em ritmos distintos, do recurso a estas políticas de regulamentação das atividades financeiras. Este fenômeno disseminou-se, como sabemos, por economias cujas situações macroeconômicas e níveis de renda eram bastante diferenciados: manifestou-se tanto em países com déficits fiscais recorrentes e taxas elevadas de inflação quando do início da desregulamentação (caso da Turquia e dos países do Cone Sul) como em economias marcadas por altas taxas de crescimento e investimento, volumosos superávits comerciais e níveis inflacionários de um dígito (República da Coreia e Malásia, por exemplo) ou em países da OCDE -- Nova Zelândia, Japão, Estados Unidos, Austrália e França (World Bank, 1989). Os resultados foram nitidamente heterogêneos, sendo freqüente a atribuição dos diferentes graus de sucesso que as reformas financeiras apresentaram nestes países ao contexto macroeconômico e à amplitude e ao *timing* em que foram implementadas. Articulado com o processo de desregulamentação financeira no plano doméstico, ocorre o afrouxamento das barreiras administrativas ao ingresso de instituições estrangeiras nos mercados financeiros nacionais e ao fluxo internacional de capitais. Este afastamento governamental do controle dos meios e dos termos através dos quais as relações financeiras podiam se processar, tanto no domínio interno como no externo, facilitaria a globalização dos mercados financeiros e, conseqüentemente, a efetivação de um verdadeiro sistema financeiro internacional. Há unanimidade no reconhecimento de que as inovações tecnológicas no setor de telecomunicações e informática estimularam estas mudanças pois, agilizando o processamento de dados, a execução de operações e a transferência de fundos, e permitindo o alargamento no arco de produtos e serviços oferecidos pelos intermediários financeiros, embotavam a efetividade dos controles governamentais.

Esta tendência à liberalização financeira que perpassa um conjunto amplo de economias remete-nos à discussão presente na literatura sobre desenvolvimento econômico acerca da influência e relevância dos fatores financeiros. Os textos seminais da polêmica que este tema ensejou são os livros de McKinnon (1973) e Shaw (1973),

autores que compartilham a idéia de que a *repressão financeira* -- as distorções nos sistemas financeiros provocadas pela excessiva interferência governamental -- entrava fortemente o crescimento econômico dos países em desenvolvimento, razão pela qual recomendam a liberalização dos mercados financeiros. Tanto na visão da complementaridade entre moeda e capital tangível de McKinnon como na versão *debt-intermediation* de Shaw argumenta-se que controles administrativos exagerados sobre os mercados financeiros reduzem a oferta de fundos emprestáveis em função das baixas taxas de juros dos depósitos; os excedentes financeiros que por isso ficam fora do sistema bancário organizado são alocados de modo ineficiente (por exemplo, no auto-financiamento de projetos de investimento de menor produtividade, ou em ativos improdutos que funcionam como *hedge* contra a inflação). Além disso, os dois economistas entendem que o racionamento do crédito implicado pela repressão financeira pode inviabilizar projetos de investimento de elevada produtividade caso o empresário não disponha de recursos próprios.

O *Paradigma da Repressão Financeira* foi inicialmente questionado por Wijnbergen (1982; 1983) e Lance Taylor (1983). Estes autores, identificados como *neo-estruturalistas*, desenvolveram modelos em que a desregulamentação financeira pode gerar efeitos estagflacionários. O argumento básico é que, eliminando o controle administrativo dos preços financeiros, o resultante incremento na taxa de juros de depósitos oferecida pelos bancos comerciais pode levar à absorção por estas instituições de recursos anteriormente canalizados para o mercado informal (*curb market*) e que eram repassados para o financiamento de atividades produtivas. Este deslocamento, na visão de Taylor e Wijnbergen, rebaixaria a oferta total de fundos emprestáveis porquanto o mercado formal está sujeito às exigências de reserva junto às Autoridades Monetárias. Por sua vez, o aumento dos custos financeiros decorrente da elevação da taxa de juros pressionaria a inflação. Ambos reconhecem, entretanto, que a liberalização teria efeitos benéficos caso a elevação das taxas de juros dos depósitos no sistema bancário atraísse recursos antes possuídos sob a forma de ativos improdutos (ouro, *hoarding*, etc.) ou aumentasse a taxa de poupança.

Esta discussão suscitou uma copiosa literatura teórica e empírica cujos resultados, porém, não são conclusivos. Dornbusch e Reynoso (1989a; 1989b), por exemplo, consideram que o suposto impacto favorável da liberalização financeira sobre o crescimento econômico não dispõe de sustentação empírica. Para estes autores os fatores financeiros só se tornam relevantes para o desempenho macroeconômico num

ambiente de instabilidade financeira persistente, sendo preponderantes em situações de grave deterioração do regime financeiro (iminência de hiperinflação, déficits fiscais financiados recorrentemente por emissão inflacionária e crise cambial). Refutam, porém, a idéia de que a supressão da repressão financeira representaria uma alternativa menos danosa *vis-à-vis*, por exemplo, o financiamento inflacionário ou externo, notadamente num contexto de crise fiscal, onde a liberalização pode magnificar a instabilidade e acelerar a inflação através da redução da base de incidência do imposto inflacionário.

Perseguindo uma trilha de investigação que vai além da dualidade liberalização/repressão financeira, Zysman (1983) examina a influência das estruturas financeiras nacionais sobre o padrão de desenvolvimento industrial (que envolve as estratégias econômicas governamentais, as atitudes do empresariado, as coalizões políticas, etc.). Sua tese é que as peculiaridades do sistema financeiro, ao moldar a natureza dos vínculos entre bancos, indústria e governo na questão do financiamento, têm implicações decisivas sobre o processo de transformação industrial. Debruçando-se sobre as experiências francesa, japonesa, alemã, britânica e americana, este autor apresenta uma tipologia dos sistemas financeiros (crédito com preços administrados, crédito com preços regulados pelos bancos e mercado de capitais com preços competitivos) e outra dos processos de transformação industrial (conduzida pelo estado, negociada pelos grupos sociais politicamente mais poderosos e orientada pelo mercado), postulando que o modelo de reestruturação industrial deriva do tipo de organização financeira. Assim, por exemplo, um sistema financeiro assentado em créditos cujos preços e quantidades são manejados discricionariamente pelo estado capacitá-lo-ia a implementar sua estratégia de desenvolvimento industrial, a exemplo do Japão e da França, enquanto que esta prerrogativa governamental estaria interdita em estruturas financeiras que gravitam em torno de um mercado de capitais competitivo, como é o caso dos Estados Unidos.

Recorrendo também a uma perspectiva histórico-institucional mas focalizando os países em desenvolvimento, Taylor (1993), Wade (1990), Akiüz e Kotte (1991) enfatizam a importância de controles sobre a alocação e os termos do crédito bancário como instrumento de uma política industrial ativa comandada pelo estado. Justificam esta ação governamental com base na ocorrência de diversas imperfeições dos mercados financeiros, em geral impostas por restrições de informação. As implicações decorrentes da assimetria de informações sobre o funcionamento dos mercados

financeiros e sobre o comportamento dos agentes constituem o cerne da linha de investigação do chamado *Paradigma da Economia das Informações*. Uma vez que com este tipo de imperfeição de mercado, o equilíbrio competitivo deixa de garantir a alocação ótima de recursos (os retornos sociais podem exceder os retornos privados), os integrantes deste paradigma contemplam um potencial para intervenções governamentais que elevem o bem estar social.

\*\*\*

As transformações que se processam no cenário financeiro internacional e a controvérsia na literatura acima apontada motivaram-nos a eleger como objeto de investigação as mediações entre fatores financeiros e desempenho econômico tomando a experiência coreana como referência. O propósito central do trabalho é focalizar o modelo de crescimento perseguido pela Coréia à luz das peculiaridades que configuram seu sistema financeiro, especialmente no que se refere à atuação do estado. Sua indagação fundamental é se o aparelhamento financeiro foi uma variável decisiva na determinação da performance econômica deste país. Tentou-se esclarecer como o arcabouço financeiro se articulou com a estratégia de desenvolvimento, examinando-se, por exemplo, as possibilidades e as restrições que colocou no leque de escolhas governamentais, ou ainda, o teor dos vínculos entre indústria, estado e instituições financeiras. Embora concentre-se nos últimos trinta anos, a análise remonta aos anos 50 (período em que são gestadas algumas condições que afetam os desdobramentos subsequentes), estendendo-se até o final dos anos oitenta, década em que se assiste a uma tendência ao aprofundamento na desregulamentação das relações financeiras domésticas e com o exterior.

O elenco de questões colocadas pela literatura de cunho teórico mostra-se extremamente pertinente quando se incide o foco de análise sobre a Coréia, uma vez que no debate sobre a estupenda performance econômica deste país nas últimas três décadas, a política financeira e a questão mais geral do financiamento aparecem quase que consensualmente como um de seus fatores determinantes. O exame do padrão de financiamento do crescimento da Coréia justifica-se ainda pela disparidade no desempenho entre a economia coreana e a dos demais países em desenvolvimento ( a

exemplo do Brasil),<sup>1</sup> a despeito da ingerência governamental nas questões industriais e financeiras ser uma característica comum a todos os países em desenvolvimento.

A suposição central que orienta a argumentação a ser desenvolvida nos próximos capítulos consiste na contribuição decisiva para a acumulação industrial que culminou na forte competitividade dos produtos coreanos nos mercados internacionais da organização financeira controlada estritamente pelo estado. Na primeira parte do trabalho, revisita-se a literatura sobre as relações entre fatores financeiros e desenvolvimento econômico, com o objetivo de se definir algumas balizas teóricas de referência. A seção seguinte trata da experiência coreana de financiamento do desenvolvimento, sendo composta por cinco capítulos: no primeiro delinea-se as principais componentes da estratégia de desenvolvimento econômico deste país, tentando-se esclarecer o papel do estado e dos conglomerados privados, o conteúdo das relações entre si e de ambos com o sistema financeiro. No capítulo seguinte, procede-se a um relato panorâmico da evolução do sistema financeiro e das políticas financeiras à luz das transformações mais gerais que se processam na economia. A caracterização da estrutura deste sistema nas três últimas décadas é o objeto do terceiro capítulo: analisa-se os tipos, funções, prerrogativas e controle patrimonial das instituições que operam no setor financeiro; o grau de regulamentação, as modalidades e a concentração dos mercados financeiros; e as relações institucionais entre as instituições financeiras, as empresas industriais e as autoridades econômicas. No quarto capítulo, examina-se as formas e o grau da interferência governamental nos mercados de intermediação do crédito e nos mercados de *securities*, enfatizando-se os reflexos desta ingerência sobre a estrutura passiva das empresas, em especial sobre as fontes de financiamento do investimento no setor produtivo. Esta seção termina com uma avaliação das "distorções" governamentais no sistema financeiro coreano. Na última parte do trabalho, rediscute-se as principais vertentes teóricas examinadas na primeira seção confrontando-as com a experiência coreana de financiamento do desenvolvimento.

---

1. Em 1979, Brasil e da Coréia apresentavam um PIB *per capita* de, respectivamente, US\$ 1980 e US\$ 1616; em 1991, o PNB *per capita* coreano atingiu US\$ 6330, enquanto o do Brasil foi de US\$ 2940 (United Nations, 1991; World Bank, 1993).

**PARTE I**

**A TEORIA SOBRE AS RELAÇÕES ENTRE  
FINANCIAMENTO E DESENVOLVIMENTO  
ECONÔMICO**

## Capítulo 1

### *Survey da literatura e marcos analíticos de referência*

#### 1. Introdução

Pode-se remeter o tratamento mais detalhado das relações entre crédito e acumulação de capital às análises de Marx, Hilferding e Schumpeter -- este último colocando o crédito bancário e os empresários inovadores no centro do processo de desenvolvimento. Nos anos trinta, Fisher (1933) publica um artigo no número inaugural da *Econometrica* a respeito da influência da situação financeira das empresas (em particular, do grau de endividamento) e dos mercados de crédito no aprofundamento das recessões. Ainda nesta década, Keynes discute na *Teoria Geral* as mediações entre estrutura financeira (em particular, o mecanismo de funcionamento dos mercados de capitais) e investimentos, embora sua análise eleja a preferência pela liquidez como a variável determinante da insuficiência dos investimentos e do desemprego de fatores, motivo pelo qual prescreve políticas que alterem os rendimentos relativos entre a posse de dinheiro e de capital. Com o triunfo subsequente do keynesianismo, a investigação dos vínculos entre variáveis financeiras e reais restringir-se-ia ao comportamento do mercado monetário. Os neo-keynesianos manteriam a perspectiva de que a redução no rendimento relativo do dinheiro beneficia o crescimento econômico.<sup>1</sup> Os monetaristas, por sua vez, teriam em comum com os neo-keynesianos a negligência a qualquer outro agregado financeiro que não fosse a moeda.<sup>2</sup>

Gurley e Shaw retomariam as investigações sobre os vínculos entre estrutura financeira e desempenho macroeconômico. Na seqüência de trabalhos que publicam a partir de 1955, os dois autores detêm-se no exame da influência da intermediação financeira sobre o comportamento da poupança e do investimento, ressaltando a

1. Tobin (1965), por exemplo, partindo de um modelo em que os agentes podem optar por alocar sua riqueza em moeda ou em capital produtivo, demonstra que vantagens no rendimento relativo em favor do segundo ativo, ao ampliar sua parcela na composição dos portfólios dos indivíduos, resultam em maior intensidade de capital, maior produtividade do trabalho e na elevação da renda *per capita*. A concepção defendida por Keynes e seus sucessores de que taxas de juros altas obstariam o crescimento econômico influenciaria fortemente os formuladores de política econômica dos países em desenvolvimento.
2. Os monetaristas concedem à moeda centralidade na determinação da renda. Friedman e Schwartz, por exemplo, em seu clássico trabalho de 1963 sobre a história monetária americana, explicariam a Grande Depressão pela forte contração na oferta monetária.

contribuição para o crescimento econômico derivada do aumento na disponibilidade dos fundos emprestáveis e na eficiência com que estes fundos são alocados. Apesar dos esforços de se incorporar os *insights* de Gurley e Shaw em modelos macroeconômicos e de testá-los empiricamente, não se consolidaria nos anos sessenta nenhuma linha de pesquisa sobre questões financeiras com posição de destaque no *mainstream* da análise macroeconômica teórica ou empírica.<sup>3</sup> Via de regra, a moeda enquanto meio de troca constituía a única variável financeira contemplada, ignorando-se qualquer aspecto relacionado à configuração do sistema financeiro. Para Gertler (1988), esta omissão pode ser associada a pelo menos dois fatores: 1) a superioridade em termos de rigor e formalização do teorema formulado por Modigliani e Miller acerca da irrelevância da estrutura financeira em mercados perfeitos, que legitimava a exclusão das variáveis financeiras nas investigações teóricas e empíricas; 2) o triunfo da macroeconomia orientada pela busca de microfundamentos, então expressa nos modelos de crescimento de equilíbrio competitivo estocástico, cujos pressupostos inspirados no *approach* de Arrow-Debreu dificultavam a inserção de imperfeições nos mercados de troca intertemporal, uma vez que implicavam heterogeneidade dos agentes.<sup>4</sup>

Até os anos setenta, a literatura econômica explorou, portanto, de modo inconstante as articulações entre estrutura financeira e nível de atividade econômica: períodos em que este tema ocupou espaço expressivo alternaram-se com períodos de relativo ostracismo. Nesta década, porém, a primazia da moeda na literatura macroeconômica começa a ser desafiada, quando trabalhos teóricos e empíricos passam a direcionar seu foco para outros aspectos financeiros. No *front* empírico, a Grande Depressão proveria material para diversas análises revisionistas. Bernanke, por exemplo, contesta a interpretação de Friedman e Schwartz -- restrita ao impacto da contração da moeda (passivos bancários) -- com base em testes econométricos que atestam a importância do colapso no mercado de crédito (ativos bancários) e no mercado de *securities*. Segundo este autor, a obstrução no fluxo de financiamento bancário a setores da economia que não dispunham de fontes alternativas de fundos deprimiu o nível de produção. Por sua vez, a piora na posição financeira dos endividados (devido ao aumento do estoque e do serviço da dívida) e a redução no

---

3. Ver Gertler (1988). Este autor provê um abrangente *survey* das relações entre estrutura financeira e atividade econômica agregada sob a perspectiva da teoria macroeconômica *mainstream*.

4. Os modelos da nova economia clássica assentados na hipótese de expectativas racionais também focalizariam a moeda como o agregado financeiro fundamental, com a ressalva de que apenas a parcela não antecipada da variação de sua oferta seria relevante na determinação do produto.

valor real de seus colaterais inibiram a concessão de novos empréstimos no *open market* pois potenciavam o risco do prestador (Gertler, 1988).

No que concerne à teoria, avanços na "economia da informação e incentivos" inaugurariam uma nova linha de pesquisa, voltada para a investigação dos efeitos das imperfeições dos mercados financeiros. Este programa de pesquisa concentrou sua atenção nas ineficiências dos mercados financeiros provocadas pela distribuição assimétrica de informações entre os agentes e, reversivamente, na atuação dos intermediários financeiros no enfrentamento destes problemas. Com base em modelos formalizados, estas análises demonstram que, sob informação imperfeita, o racionamento do crédito pode resultar do comportamento otimizador.<sup>5</sup> Desta literatura de caráter microeconômico sobre as imperfeições de informação nos mercados financeiros derivariam duas outras vertentes de análise: uma explorando os impactos macroeconômicos da atuação dos bancos e outra cujo fio condutor reside na integração entre as análises de ciclo econômico e os estudos sobre os efeitos da ineficiência dos mercados financeiros (Gertler, 1988).

Sem compor propriamente o *mainstream* na teoria macroeconômica, os livros de McKinnon (1973) e Shaw (1973) sobre as relações entre repressão financeira e desenvolvimento econômico tiveram uma grande influência tanto na academia como nas prescrições de política do Banco Mundial e do Fundo Monetário Internacional aos países em desenvolvimento, encetando uma controvérsia que tem se desenvolvido simultaneamente nos *fronts* empírico e teórico. Confrontam-se neste debate economistas que se alinham ao paradigma da repressão financeira (como veio a ser designada a concepção formulada por estes dois autores), a exemplo de Fry, Kapur, Galbis, Cho, Mathieson e o próprio McKinnon, e os críticos deste paradigma, como os neo-estruturalistas (Taylor, Van Wijnbergen, Buffie, Giovannini e Cavallo), Dornbusch & Reynoso, Diaz-Alejandro, Kohsaka e Khatkhate.

Afora estas vertentes, assentadas predominantemente em modelos macroeconômicos que privilegiam a formalização rigorosa, diversas outras linhas de análises mostram-se de grande relevância à luz dos propósitos de nossa investigação. No campo da literatura histórico-institucional sobre o papel dos bancos e do sistema financeiro no processo de desenvolvimento econômico, importantes contribuições

---

5. Entre os trabalhos que lançaram as bases deste *approach* ou contribuiu para aperfeiçoá-lo destacam-se Akerlof (1970), Stiglitz e Weiss (1981), Greenwald, Stiglitz e Weiss (1984), Bernanke e Gertler (1986), e Fazzari, Hubbard e Peterson (1987).

foram fornecidas por Gerschenkron (1962), Cameron e Goldsmith. O primeiro autor, por exemplo, associa as diferenças na extensão e na natureza da atuação dos bancos, do estado e dos empresários nos processos de industrialização ao momento histórico em que estes ocorrem. A industrialização britânica, por ter sido pioneira, foi impulsionada por empresas privadas individuais cujos lucros eram compatíveis com as exigências financeiras do desenvolvimento, enquanto a expansão industrial nas economias *latecomers* não pôde prescindir de uma interferência direta maior do estado e dos bancos, sem a qual as indústrias destas economias não seriam capazes de enfrentar as pressões competitivas das economias já industrializadas. Daí, a importância do sistema bancário no provimento de capital e de capacidade empresarial em processos de industrialização tardia. Além de terem grande repercussão na literatura sobre desenvolvimento, as idéias de Gerschenkron influenciaram em certa medida até mesmo as recomendações do Banco Mundial aos países em desenvolvimento nos anos 70 sobre a organização institucional do sistema financeiro -- como o incentivo à adoção de bancos universais (Fry, 1988, pp. 242-3). Ainda neste bloco de trabalhos que enfatizam os aspectos históricos e institucionais, pode-se incluir as análises que frisam a eficácia da subsunção da política financeira a estratégias desenvolvimentistas (como os de Akiüz, Wade, Taylor e Amsden) e a idiossincrática perspectiva de Zysman que se debruça sobre o modo como a organização institucional do sistema financeiro condiciona a configuração industrial, tomando como base as experiências dos Estados Unidos, Reino Unido, Alemanha, França e Japão.

Por último, outra importante linha investigativa refere-se ao programa de pesquisa pós-keynesiano. Autores como Chick, Kregel, Zonisein (1989), Studart (1993), Dutt (1991) e Davidson exploram, entre outros temas, as articulações entre o circuito financeiro e o processo de geração e de distribuição de renda, e a distinção entre *finance* e *funding* dos investimentos e entre poupança financeira e poupança macroeconômica (contrapondo-se, neste sentido, ao denominado paradigma dos fundos emprestáveis). Destaque especial deve ser concedido às análises de Minsky baseadas na hipótese de instabilidade financeira, que elucidam as imbricações entre a vulnerabilidade do sistema financeiro (risco de inadimplência do setor corporativo e de falência dos bancos) e o ciclo econômico.

Exposta esta breve e seletiva evolução do "estado das artes" nas investigações acerca dos elos entre estrutura financeira e desempenho econômico à guisa de contextualização, revisita-se no restante deste capítulo alguns autores e paradigmas

cujas análises contribuíram para o avanço do conhecimento neste tema. A seleção, deliberadamente enviesada, orienta-se pelo interesse específico desta pesquisa em delinear o papel dos fatores financeiros no desenvolvimento econômico. Dos trabalhos mencionados acima, discute-se a seguir os que se supõe mais notadamente relacionados com as seguintes indagações que constituem o cerne desta pesquisa: 1) Qual o caráter da relação entre desenvolvimento financeiro e desenvolvimento econômico?; este pressupõe aquele, é por ele favorecido ou lhe é indiferente?; 2) Se os aspectos financeiros importam, qual o arranjo institucional do sistema financeiro mais adequado para fomentar o crescimento econômico?; deve-se permitir o livre funcionamento dos mercados financeiros, ou o estado deve administrar a alocação e os termos de negociação dos recursos financeiros?; que tipos de imperfeições nos mercados financeiros legitimam a intervenção governamental?; quais os efeitos do padrão de propriedade e de controle do sistema financeiro sobre sua eficiência, sobre o volume de poupança, sobre o nível e eficiência do investimento, sobre o crescimento econômico e sobre a distribuição de renda?; que importância deve ser atribuída aos mercados de capitais e ao crédito bancário no financiamento da economia?; 3) Deve ser incentivado ou coibido um envolvimento mais íntimo entre bancos e empresas produtivas (por exemplo, através da participação acionária cruzada ou de arranjos que combinem o comprometimento dos bancos na garantia de suprimento das necessidades de recursos financeiros de longo prazo das empresas com o monitoramento da gestão e uma maior influência sobre as decisões destas empresas)?; qual o impacto da formação de conglomerados compreendendo instituições financeiras e empresas produtivas sobre o desenvolvimento econômico, a concentração da renda e da riqueza, e a estabilidade financeira; 4) É possível a auto-regulação dos mercados financeiros ou características inerentes a estes mercados tornam indispensáveis a regulamentação e supervisão governamental?; qual deve ser a natureza e a extensão destas regulamentações?; 5) Quais os canais de conexão entre o modo de organização do sistema financeiro e o padrão de desenvolvimento econômico?

## **2. O paradigma da *repressão financeira***

### **2.1 A tese da complementaridade entre moeda e capital físico de McKinnon (1973)**

Considerado seminal sob diversos aspectos, o livro de McKinnon *Money and capital in economic development*, publicado em 1973, critica o tratamento que tanto a teoria econômica *mainstream* como os estruturalistas conferiam aos fatores financeiros.

As teorias neoclássicas, keynesianas e monetaristas mostrar-se-iam inadequadas para focalizar as economias dos países menos desenvolvidos em razão de terem como premissa a existência de mercados de capitais perfeitos, em que as taxas de retorno dos ativos ajustadas ao risco se igualam. Por sua vez, a concepção estruturalista é censurada por concluir pela inevitabilidade da inflação durante o processo de desenvolvimento, equivocando-se ao partir do falso pressuposto de que este processo exigiria a geração de poupança forçada e o suprimento de crédito subsidiado a taxas de juros inferiores às de mercado para o financiamento de investimentos socialmente importantes.

Segundo McKinnon, a segmentação nas taxas de juros reais que prevalece nos países em desenvolvimento exige um modelo monetário alternativo, cujo principal contraste com as teorias convencionais reside na atribuição de uma relação de complementaridade entre saldos monetários reais e capital físico. Se de início a intervenção estatal justificava-se por contribuir na atenuação das distorções de preços derivadas da exclusão do mercado de segmentos consideráveis da população, à medida que os governos passaram a generalizar o manejo discricionário dos preços como alavanca da industrialização, esta ingerência se transforma em fonte adicional de distorção dos mercados. A conseqüente fragmentação nos mercados de fatores, sobretudo nos mercados de capitais, implicaria por sua vez, ineficiências no uso dos fatores e na adoção de tecnologia e acomodação empresarial (p. 8). Na opinião deste autor, a superação destes entraves requer a adoção de políticas financeiras liberalizantes que promovam a elevação das taxas de juros e a unificação dos mercados de capitais. Contribuindo para reduzir as discrepâncias nas taxas de retorno e nivelando-as pelo alto, estas reformas promoveriam a expansão da poupança e do investimento e a alocação mais eficiente dos recursos -- através da adoção de tecnologias superiores, *learning by doing*, etc. (p. 9).<sup>6</sup>

Por ser o autor que ao lado de Shaw lançou as bases do que se converteria num importante e fecundo programa de pesquisa e que ensejaria, reativamente, uma literatura crítica não menos copiosa e profícua, optamos por expor com certo detalhe a argumentação de McKinnon. Esta *démarche* justifica-se, ainda, pelos comentadores restringirem sua atenção aos aspectos do livro mais diretamente relacionados ao modelo formalizado apresentado por McKinnon, negligenciando algumas discussões

---

6. McKinnon concebe o desenvolvimento econômico como "a redução da ampla dispersão nas taxas de retorno social dos investimentos novos e dos já existentes sob controle empresarial doméstico". Não é de se estranhar, portanto, a recomendação de políticas que visem à unificação dos mercados de capitais.

importantes tratadas por esse autor (como, por exemplo, os pressupostos para uma liberalização financeira bem sucedida, o papel dos fluxos de capital estrangeiro, etc.).

Para McKinnon, as políticas de taxas de juros de empréstimos administradas e de crédito seletivo praticadas pelos governos dos países em desenvolvimento com o propósito de acelerar a formação de capital são desnecessárias e insensatas porquanto reduzem a disponibilidade de fundos emprestáveis, condicionando o volume dos investimentos à capacidade de autofinanciamento das empresas (p. 15). Uma vez que, em geral, a adoção de novas tecnologias implica desembolsos elevados concentrados no tempo, a restrição ao financiamento externo<sup>7</sup> entrava o incremento da produtividade dos investimentos e pode acentuar as diferenças nas taxas de retornos pois somente os mais ricos estariam capacitados financeiramente a inovar (pp. 12-3). Estes problemas seriam omitidos pela teoria neoclássica em razão das suposições de plena divisibilidade dos insumos e dos produtos, de tecnologia única e de perfeição dos mercados.<sup>8</sup>

Sob a ótica do prestador, os constrangimentos ao financiamento externo das empresas decorrem da *incerteza subjetiva*. Enquanto na teoria neoclássica a incerteza é concebida *objetivamente*,<sup>9</sup> no mundo real, e *a fortiori*, nos países subdesenvolvidos, a incerteza provém basicamente das imperfeições das informações. Dado que a eficiência dos investimentos varia segundo a habilidade e capacidade de quem os realiza ou de quem os administra, ao prestador pode ser impossível ou muito custoso obter informações confiáveis para a tomada de decisões. A gravidade desta modalidade de incerteza (gerada pela informação imperfeita) e de seus efeitos sobre os riscos de crédito nos países em desenvolvimento explicaria o baixo *leverage* das empresas, a elevada correlação entre acesso ao financiamento externo e posse de riqueza (que serve de colateral), e o encurtamento do horizonte temporal dos empréstimos (pp. 18-9). Todavia, intervenções governamentais que tentam enfrentar este tipo de restrição financeira através de políticas de concessão de subsídios não se mostram satisfatórias pois, beneficiando igualmente empresas com graus distintos de eficiência, resultam no esvaziamento da função alocativa dos preços, na piora da distribuição da renda (os subsídios favorecem apenas grupos restritos de empresários e trabalhadores), e no entrave ao crescimento do fluxo líquido da poupança e à melhora da eficiência do

7. Neste trabalho, *financiamento externo* designará os recursos financeiros utilizados pelas empresas que excedam o autofinanciamento, enquanto *financiamento estrangeiro* ou *do exterior* reportar-se-á ao passivo contraído fora do país.
8. De acordo com a teoria neoclássica, sempre há *market clearing*, isto é, sempre existe uma determinada taxa de juros que elimina o excesso de demanda de crédito.
9. Segundo o *approach* média-variância da teoria dos portfólios, o investidor defronta-se com um *menu* de ativos físicos e financeiros, cada qual associado a uma distribuição de probabilidades conhecida das taxas esperadas de retorno.

investimento. O intento governamental de superar os constrangimentos financeiros do desenvolvimento à margem da construção de um sistema financeiro competitivo afetaria deletoriamente, também, a composição relativa dos fatores na produção. Subsídios ao investimento em capital (por exemplo, financiamento abundante a taxas de juros abaixo do mercado para a aquisição de bens intermediários ou de capital) podem incentivar o sobreinvestimento nas indústrias beneficiárias já que, inexistindo um mercado de capital operando com taxas de juros altas, as firmas reinvestem seus lucros em projetos de retorno social relativamente menor.

Em razão da moeda (concebida num sentido amplo que inclui também os depósitos a prazo e de poupança) constituir o principal ativo financeiro nos países em desenvolvimento, as autoridades monetárias podem desempenhar, segundo McKinnon, um papel importante na formação de capital. Sendo a atratividade de possuir moeda fortemente influenciada pelo seu retorno real, isto é, pela diferença entre a taxa de juros nominal dos depósitos ( $d$ )<sup>10</sup> e a expectativa da taxa de inflação futura ( $i^*$ ), as autoridades monetárias dispõem de dois meios para interferir na demanda real de moeda ( $M/P$ )<sup>d</sup>: a administração direta da taxa nominal de juros dos depósitos e o controle da oferta nominal de moeda (através do qual influenciam a inflação presente e as expectativas sobre a inflação futura). Políticas monetárias pautadas por taxas de juros reais elevadas e estáveis favoreceriam a acumulação de capital físico pois: 1) tornam atraente a posse de saldos monetários reais e elevam o custo de oportunidade dos investimentos em capital físico autofinanciados, preterindo, assim, os investimentos de baixo retorno e tornando mais eficiente a alocação de recursos; 2) podem aumentar a propensão privada a poupar e a investir (pp. 37-40). A argumentação de McKinnon é que a demanda por moeda nos países em desenvolvimento associa-se em grande parte à imperfeição dos mercados de capital. Diferenças nas curvas de oferta de financiamento (explicadas pelos riscos diferenciados de *default* imputados aos tomadores de empréstimo) e discrepâncias nas taxas de retorno dos ativos financeiros e dos ativos de capital convertem a posse de moeda no elo de ligação -- no *condutor* -- entre os fluxos de renda e os desembolsos em investimentos discretos (com indivisibilidades dos insumos). Sob a suposição de autofinanciamento das empresas, estes investimentos discretos exigem a acumulação prévia de ativos líquidos, que será desestimulada caso a taxa de retorno real pela posse de moeda não for atraente ou for negativa (pp. 52-3).

- 
9. Segundo o *approach* média-variância da teoria dos portfólios, o investidor defronta-se com um *menu* de ativos físicos e financeiros, cada qual associado a uma distribuição de probabilidades conhecida das taxas esperadas de retorno.
10. De modo mais apropriado, a taxa  $d$  deve ser entendida como a média ponderada das taxas de juros nominais em todas as classes de depósitos, inclusive *currency*.

Esta complementaridade entre moeda e capital nos portfólios de ativos privados constitui a tese central do livro de McKinnon e o que a distingue *vis-à-vis* as teorias neoclássica e keynesiana então em voga -- que enfatizavam o efeito-substituição (pp. 40, 44-5).<sup>11</sup>

Para expor formalmente sua tese, McKinnon recorre a um modelo com as seguintes hipóteses: 1) "todas unidades econômicas estão restritas ao autofinanciamento"; 2) "indivisibilidades no investimento são de importância considerável"; 3) o governo não acumula capital (p. 56). Deste modo, as empresas precisam acumular saldos monetários para realizar seus investimentos -- o *finance motive* de retenção de moeda, na denominação de Keynes. Uma vez que a moeda é concebida como o canal através do qual a acumulação de capital se processa, a função da demanda real de moeda

$$(M/P)^d = L(Y, I/Y, d-i^*)$$

apresenta derivada parcial positiva em relação ao investimento (I). Por sua vez, "as condições da oferta de moeda têm um impacto de primeira-ordem sobre as decisões de poupar e investir". Portanto, a mão dupla da complementaridade entre saldos monetários reais e investimento pode ser expressa pela função de investimento

$$I/Y = F(r_m, d-i^*),$$

onde a derivada parcial de F em relação ao retorno médio do capital,  $r_m$ , é positiva e a derivada parcial em relação à taxa de retorno real pela posse de moeda, embora possa ser negativa (quando prevalece o efeito-substituição, ou *efeito ativo-rival*, entre capital e moeda), é quase sempre positiva nos ambientes financeiramente reprimidos que caracterizam os países em desenvolvimento -- predominando, portanto, o *efeito-condutor* da moeda (pp. 60-1).

Entre as suposições e implicações que distinguem este modelo teórico do modelo neoclássico, pode-se destacar: 1) a correlação positiva entre a qualidade do estoque de capital (expressa pela taxa média de retorno) e a taxa de retorno real pela posse de moeda pois o aumento desta taxa induz a transferência de recursos antes

11. Para a teoria neoclássica, dado o nível de renda e o retorno dos investimentos, o aumento na taxa de retorno real pela posse de moeda reduz a demanda por capital físico. De acordo com McKinnon, a hipótese de mercados de capitais perfeitos da teoria neoclássica exclui qualquer impacto direto do sistema bancário sobre a formação de capital e sobre a qualidade dos investimentos. Apenas através da *seigniorage* é que a teoria neoclássica contempla a complementaridade entre saldos monetários e acumulação real de capital (pp. 43, 51 e 56).

alocados em investimentos ineficientes e em aplicações socialmente onerosas (como estoques de produtos acabados e semi-acabados, matérias-primas, ativos que servem como *hedge* contra a inflação) para usos mais eficientes, o mesmo valendo para a nova poupança gerada numa economia em crescimento; 2) a complementaridade entre demanda por saldos monetários reais e por capital físico, porquanto o efeito-condutor da moeda tende a predominar quando o grau de monetização é baixo; 3) a existência de uma taxa de retorno real pela posse de moeda que otimiza a acumulação de capital, taxa acima da qual prevalece o efeito ativo-rival.

Inexistindo intermediação financeira entre poupadores e investidores privados, este modelo implicitamente supõe *outside money* -- isto é, geração de dinheiro através de empréstimos ao governo. McKinnon reconhece que a suposição simplificadora de autofinanciamento adotada no modelo não se coaduna com o regime de plena liberalização financeira, em que o financiamento externo é fortemente incentivado, motivo pelo qual enfatiza em outras passagens do livro a importância dos intermediários financeiros. Na maioria dos países em desenvolvimento, porém, o sistema bancário formal atende apenas a um segmento restrito dos demandantes de empréstimos (em geral, grandes empresas, indústrias protegidas e empresas públicas), sendo as necessidades de financiamento externo dos excluídos supridas precariamente pelo mercado informal (pp. 68-9). As taxas ativas de juros fixadas em níveis reduzidos pelo governo compelem os bancos a captarem depósitos a taxas ainda menores, frequentemente negativas, e não raro também sujeitas a tetos, desestimulando os poupadores a demandar moeda e, por conseguinte, mantendo baixo o volume de fundos emprestáveis. Ademais, esta política de imposição de tetos nas taxas de juros de depósitos ou de empréstimos mostra-se ineficiente e concentradora de renda pois, diante do excesso de demanda por empréstimos, os bancos preterem quase sempre os empresários de menor porte devido tanto ao custo administrativo relativamente elevado das operações envolvendo pequenas quantias como ao maior risco que estes empresários representam em caso de *default* por não disporem de colaterais seguros. A restrição financeira ao desenvolvimento econômico deve ser removida através de reformas que visem o incremento da taxa real de retorno pela posse de moeda até seu nível ótimo, e não mediante políticas monetárias inflacionárias que rebaixem esta taxa.

A desmontagem deste quadro de repressão financeira exigiria a gestação de um ambiente financeiro competitivo que engajasse os bancos na concessão de créditos a prazos mais longos e a taxas que simultaneamente refletissem a escassez geral de capital

e incorporassem os custos administrativos peculiares a cada tomador (pp. 78-9).<sup>12</sup> McKinnon ressalva, entretanto, que o êxito da estratégia de taxas de juros reais elevadas para expandir a poupança, aumentar o volume e a qualidade do investimento, e ampliar os prazos de empréstimos pressupõe níveis inflacionários baixos e estáveis pois, caso esta condição não seja satisfeita, a incerteza pode tornar as taxas de juros nominais muito altas para os tomadores e, ao mesmo tempo, excessivamente baixas para os depositantes, redundando no encurtamento dos contratos financeiros (pp. 77-9).

McKinnon refuta, contudo, que a recessão econômica constitua o tributo inevitável para se atingir a estabilização do nível geral de preços, como quer a visão ortodoxa.<sup>13</sup> O combate à inflação requer das autoridades monetárias o controle da oferta nominal da moeda (M) e a adoção de políticas de juros nominais dos depósitos elevados. Estas medidas, rebaixando as expectativas de inflação futura e elevando a taxa de retorno real pela posse de moeda, promovem a expansão da demanda real de moeda e do crédito bancário, ampliando conseqüentemente a oferta de bens e serviços (p. 88). Em contraste, a estabilização do nível de preços no modelo keynesiano requer a contração da demanda no curto prazo, gerando como recomendação de política a redução do estoque real de moeda e do crédito bancário. McKinnon critica esta prescrição pela possibilidade de se tornar *self-defeating*: ao se recorrer à contração do estoque real de moeda (e, portanto, do estoque real de crédito bancário) negligencia-se o impacto adverso desta medida sobre a oferta agregada de bens e serviços que, dependendo da magnitude, pode superar o efeito desinflacionário da contração da demanda agregada.<sup>14</sup> Além da incerteza de seus resultados, esta política deve ser descartada por restringir a atuação dos bancos e, portanto, a contribuição à eficiência que estes podem oferecer, agravando assim a "repressão financeira" (pp. 86-7).

Com os mesmos argumentos rechaça que o equilíbrio no mercado de moeda em níveis não-inflacionários exija controle monetário ortodoxo (estabelecimento de tetos no

12. McKinnon parece associar a repressão financeira a ambientes financeiros incipientes – instituições financeiras pouco desenvolvidas, sistema bancário monopolizado ou oligopolizado, demanda por moeda baixa, intermediação bancária restrita e forte discrepância nas taxas de retorno dos ativos financeiros e de capital (reflexo da fragmentação do mercado de capitais). Esta situação resultaria do subdesenvolvimento econômico mais amplo e, paradoxalmente, das intervenções governamentais "desenvolvimentistas" (pp. 68-9, 116 e 123). Entre as diversas modalidades de repressão financeira criadas pelo governo, destacam-se a fixação de tetos nas taxas de juros, as exigências de reservas sobre os depósitos bancários excessivamente altas, a alocação compulsória do crédito e a tributação discricionária (Ver McKinnon, 1988a).
13. Segundo McKinnon, esta concepção modelou as políticas de estabilização implementadas no Chile entre 1956 e 1958 e no Brasil entre 1964 e 1967 (p. 85).
14. De acordo com McKinnon (p. 86), "os saldos monetários reais – e a intermediação bancária associada – constituem um insumo vital no processo produtivo nos curtos períodos de tempo nos quais as deflações ocorrem".

volume de crédito, reservas compulsórias elevadas no banco central, ou faixas limitadas de redesconto). Recomenda uma política monetária que controle a oferta nominal de moeda e eleve as taxas de juros nominais de depósitos e de empréstimo. O aumento na atratividade de reter moeda favorece a redução da inflação pois canaliza para os bancos recursos antes direcionados para a posse especulativa de mercadorias que funcionavam como *hedge* contra a inflação. Ademais, ao fortalecer a intermediação bancária, o aumento das taxas de juros reais eleva a eficiência dos investimentos pois a realização de inversões mais lucrativas torna-se menos dependente da capacidade de autofinanciamento das empresas (pp. 89, 106-7).

Para sustentar a defesa da tese da complementaridade entre moeda e capital, McKinnon recorre, ainda, a diversas evidências estatísticas. Primeiro, o rápido crescimento econômico do Japão e da Alemanha entre 1953 e 1970 coincide com o grande desenvolvimento financeiro destes países, ensejado pela vigência de taxas de juros reais positivas que a estabilidade do nível geral de preços viabilizou. Segundo, as reformas financeiras implementadas na Coreia (entre 1964 e 1966) e na Indonésia (entre 1967 e 1969) e a manutenção de políticas de taxas de juros elevadas empreendida de modo pioneiro por Formosa desde os anos 50 geram um impacto significativo sobre a acumulação de capital e sobre o produto. Por último, a regressão financeira na Argentina, Brasil e Chile na década de 50 e início dos anos 60 resultaria das taxas de inflação elevadas e instáveis que inviabilizaram taxas de juros reais atraentes para os poupadores (pp. 90, 105-16).

Com base no exame das experiências financeiras bem sucedidas dos três países asiáticos, McKinnon conclui que: 1) a repressão financeira nos países em desenvolvimento deve ser enfrentada com taxas de juros reais bem elevadas, obtidas através da conjunção entre uma política fiscal que viabilize o controle sobre a emissão de moeda em termos nominais e uma política de taxas de juros nominais elevadas; 2) a recessão econômica prescrita pelo receituário ortodoxo é desnecessária caso seja facultado ao sistema bancário o livre exercício de suas funções de intermediação; 3) taxas de juros reais elevadas devem ser atingidas preferencialmente através da eliminação da inflação, embora o manejo de taxas de juros nominais possa representar uma alternativa desde que a inflação efetiva e a esperada estejam declinando (p. 116).

No que se refere à política em relação ao capital estrangeiro a ser seguida durante o processo de liberalização, McKinnon recomenda cautela pois, sob certas circunstâncias, seu ingresso descontrolado (seja na forma de empréstimos em moeda,

oficiais ou não, crédito de fornecedores, doação, investimento direto ou de portfólio, etc.) pode engendrar desdobramentos nocivos. Desenvolve sua argumentação contrastando dois "paradigmas": uma economia que promove uma liberalização parcial com aportes de capital estrangeiro e outra na qual a liberalização é plena mas privada de influxos de capital externo. No primeiro caso, enfrenta-se a instabilidade inflacionária e a crise cambial mediante uma desvalorização moderada da taxa de câmbio e o aporte de empréstimos externos condicionados à redução nas restrições às importações. Para cumprir esta exigência procede-se a uma liberalização seletiva, elegendo-se os setores que remanescem sob proteção e os que passam a sofrer a competição externa. Embora com resultados momentaneamente alentadores, a liberalização estreita do comércio externo aliada à absorção de recursos estrangeiros aprofundam as distorções e culminam com o ressurgimento da crise cambial -- o que impede o avanço na abertura comercial.<sup>15</sup>

Na segunda economia, o governo consegue sustentação política para promover uma ampla liberalização, cabendo-lhe definir a seqüência na qual as etapas serão implementadas. De acordo com McKinnon, deve-se enfrentar primeiramente as restrições financeiras internas, promovendo-se uma reforma fiscal que eleve a poupança pública e uma política de taxas de juros reais elevadas que amplie a poupança privada canalizada para o sistema bancário. Atingida a estabilização com crescimento e suprimido o constrangimento financeiro interno, o estágio seguinte consiste na redução, sem discriminação, das restrições às importações, acompanhada de uma desvalorização cambial a título compensatório. Tanto a desvalorização na taxa de câmbio como a liberalização financeira redundam no aumento das exportações, fortalecendo-se a capacidade importadora. A variável chave para não haver percalços neste processo de transição é a taxa de câmbio, que deve ser ajustada de modo a fazer compensar a perda na produção doméstica imposta pela abertura comercial através da expansão das exportações. A entrada de aportes volumosos de capital estrangeiro pode, contudo, obstruir o manejo desta variável, pressionando pela sua valorização. Deste modo, o governo deve restringir os fluxos na conta de capital do balanço de pagamentos. Enquanto na economia hipotética anterior, a permanência da restrição financeira interna tornava necessário o suporte financeiro externo para superar, ainda que temporariamente, a crise e promover uma liberalização parcial, na economia em que se

---

15. A entrada de divisas, ao revalorizar a taxa cambial e elevar a inflação, resulta na redução das exportações e no incremento das importações de produtos industriais não-protetidos (além de baratas na moeda doméstica, estas importações contam com o financiamento dos fornecedores estrangeiros, inviabilizando a concorrência até mesmo de produtores nacionais eficientes).

supõe a execução de reformas de corte liberalizante na área fiscal e na área financeira doméstica, o influxo de capital externo é indesejável pois dificulta o ajuste rumo à plena liberalização comercial. Para evitar a entrada excessiva de capital estrangeiro, é aconselhável a adoção de uma política cambial de desvalorizações pequenas e sucessivas, de modo a nivelar as taxas de juros externas e internas (depois de descontado um prêmio de risco a estas últimas). Reconhecendo a dificuldade que os governos enfrentariam para efetivar com precisão esta *paridade cambial deslizante* durante a liberalização, o autor entende que o recurso a restrições diretas ao influxo de capital de curto prazo pode se fazer necessário, até que os efeitos da liberalização financeira se concretizem -- isto é, até que a inflação e as taxas de juros nominais domésticas caíam (pp. 155-69).

O influxo de capital estrangeiro não substitui, para McKinnon, a liberalização financeira interna pois, além de pressionar pela valorização da taxa de câmbio, pode também ser alocado de maneira ineficiente. A ajuda financeira externa aos governos, por sua vez, corre o risco de induzí-los à postergação das reformas fiscal e financeira necessárias para o desenvolvimento econômico. Quanto aos investimentos externos diretos, ao proverem tecnologia, capital e pessoal qualificado, embotariam o desenvolvimento financeiro e as habilidades empresariais domésticas. O lançamento de títulos de longo prazo por empresas públicas e privadas no mercado internacional seria preferível tanto ao crédito comercial de curto prazo, como à ajuda externa ou ao investimento estrangeiro direto. Este influxo de capital de portfólio poderia ser intermediado por instituições financeiras que cumpririam as funções de distribuição de risco e de provimento de informações aos investidores potenciais. Em particular, bancos de investimento que tivessem acumulado experiência e informações na avaliação de projetos estariam numa posição privilegiada para a intermediação, quer através da emissão direta de títulos e posterior repasse de fundos às empresas com projetos mais eficientes, quer mediante garantias -- diferenciadas segundo a qualidade dos projetos -- a títulos emitidos por empresas domésticas (pp. 176-7).

Em suma, McKinnon advoga em seu livro a supressão dos mecanismos de repressão financeira manipulados pelo governo por entender que são fontes de inúmeras distorções. Tetos nas taxas de juros incompatíveis com a inflação, alocação direcionada do crédito, disparidade entre as taxas de juros de empréstimo para os diversos setores derivada da administração discricionária e reservas bancárias compulsórias elevadas resultariam nos seguintes efeitos adversos: 1) desestímulo à poupança (viés para

consumo presente) e sua alocação para ativos de baixo ou sem retorno social -- estoques de mercadorias, ativos improdutivos (moeda estrangeira, ouro, etc.) e fuga de capital; 2) rebaixamento do montante e da qualidade dos investimentos -- devido à redução no volume de fundos emprestáveis do sistema bancário, que cria uma maior dependência dos investimentos à capacidade de autofinanciamento das empresas, e por impedir que as taxas de juros operem como um instrumento de racionamento em favor dos investimentos mais eficientes; 3) viés a favor da execução de investimentos intensivos em capital, inadequado para economias com escassez crônica de capital; 4) segmentação dos mercados financeiros (com o inchaço dos mercados financeiros informais) e ineficiência no processo de intermediação financeira devido à baixa competitividade no sistema financeiro formal; 5) viés para a concentração de renda e riqueza -- apenas quem já dispõe de patrimônio tem acesso ao crédito racionado. O autor defende a adoção de políticas que permitam o livre fluxo da poupança e do investimento e mantenham as taxas de juros altas e com discrepâncias que reflitam apenas as diferenças de risco argumentando que o crescimento dos saldos monetários reais repercute favoravelmente sobre os investimentos e a renda agregada.

Embora muitos destes argumentos, como veremos, não se sustentem, o livro de McKinnon teve o mérito de ser pioneiro na discussão de certos aspectos do financiamento do desenvolvimento e de focalizar questões antigas de modo original. Dentre suas contribuições, nem sempre devidamente reconhecidas, cabe mencionar alguns aspectos que a literatura posterior e as experiências mais recentes dos países em desenvolvimento revelariam ser de grande importância: a denúncia da inadequação da teoria neoclássica pela suposição que esta faz de mercados de capital perfeitos (negligenciando portanto incertezas advindas das imperfeições de informação no mercado de crédito, que são acentuadas nos países em desenvolvimento); os efeitos depressivos sobre a oferta agregada de políticas financeiras recessivas de combate à inflação (compressão da oferta monetária e do montante de crédito); e a necessidade da liberalização financeira no plano doméstico ser precedida pela estabilidade nos preços, pelo equilíbrio fiscal e por controles sobre o influxo de capitais externos de curto prazo.

Em um livro publicado também em 1973, Shaw apresenta uma concepção acerca das relações entre fatores financeiros e desenvolvimento econômico bem como propostas de política para o sistema financeiro que convergem com as de McKinnon, razão pela qual nos limitaremos a mencionar a diferença subjacente a suas respectivas argumentações. Em contraste com o modelo da complementaridade entre moeda e

capital físico formalizado por este último economista (que pressupõe *outside money* e investimentos autofinanciados), Shaw em sua análise (que denomina de *Visão Dívida-Intermediação*) parte das hipóteses de *inside money* (geração da moeda através de empréstimos bancários para o investimento produtivo do setor privado) e de financiamento externo, descartando o *finance motive*.<sup>16</sup> Enquanto McKinnon argumenta que, sob a restrição do autofinanciamento dos investimentos, taxas de juros de depósitos mais altas, ao incentivar a poupança na forma de depósitos, ampliam a demanda de capital e elevam a eficiência dos investimentos, o raciocínio de Shaw associa taxas de juros de depósitos maiores a um aumento no incentivo para poupar sob a forma de depósitos nos intermediários financeiros que, com um volume maior de fundos emprestáveis, podem ampliar o crédito para investimentos e alocá-lo para os projetos mais eficientes.<sup>17</sup> Por esta razão, Shaw explora melhor o papel dos intermediários financeiros e a contribuição que exercem em ambientes financeiros liberalizados para fomentar a poupança e elevar a eficiência em sua alocação. Considera que estas vantagens comparativas na alocação do capital conferem aos bancos centralidade no processo de desenvolvimento.<sup>18</sup>

## 2.2 O desenvolvimento do paradigma da repressão financeira

Desde seu aparecimento em 1973, os trabalhos de McKinnon e Shaw têm influenciado a literatura teórica e empírica bem como as recomendações de política dos organismos financeiros multilaterais sobre questões financeiras. Suas idéias converteram-se no que se convencionou designar por paradigma da repressão financeira, cujo *hardcore* enfeixa as seguintes proposições: i) a incipiência dos instrumentos de poupança financeira e o rendimento real negativo e instável dos

- 
16. Sendo a moeda criada por meio da dívida interna do setor privado, variações no volume de *inside money* não alteram a riqueza do setor privado, já que mudanças em seus ativos são compensadas por mudanças equivalentes nos passivos.
17. Fry (1988, pp. 22-3) acha Molho (1986) condescendente quando este sustenta que as abordagens de McKinnon e Shaw se complementam. Com os argumentos de que "a maioria dos projetos é financiada parte com fundos próprios e parte com empréstimos" e de que a liberalização financeira, embora no curto prazo reduza provavelmente os investimentos (predominando o efeito substituição entre depósitos e capital), no médio prazo deve elevá-los (prevalecendo a complementaridade intertemporal entre ambos), Molho teria formulado, segundo Fry, uma versão do modelo de McKinnon que, não obstante realista e sensata, não é fiel às premissas originais deste autor.
18. Fry (1988, p. 21) resume deste modo as vantagens que Shaw identifica na atuação desimpedida dos intermediários financeiros: "elevam os retornos reais para poupadores e ao mesmo tempo rebaixam os custos reais para os investidores via acomodação na preferência pela liquidez, redução de risco através da diversificação, economias de escala nos empréstimos, aumento na eficiência operacional, e rebaixamento nos custos de informação tanto para poupadores e investidores através da especialização e da divisão do trabalho; (...) quando as taxas de juros são empregadas como expedientes de racionamento (permitindo-se que alcancem seus níveis de equilíbrio), os intermediários financeiros podem usar seu conhecimento para alocar eficientemente o volume maior de fundos investíveis que então virá."

depósitos mantêm em níveis baixos a taxa de poupança e induzem à poupança na forma de autofinanciamento e ativos improdutivos que se prestam ao papel de *hedge* contra a inflação; ii) a fixação de tetos nas taxas de empréstimos e o conseqüente racionamento quantitativo do crédito resultam na alocação ineficiente da poupança captada pelos intermediários financeiros pois viabilizam financeiramente projetos de investimento de produtividade relativamente baixa; iii) a repressão financeira inibe os investimentos (pois reduz o montante de fundos emprestáveis) e cria um ambiente favorável à absorção de fatores por atividades improdutivas de captura de transferências do setor público. Estes efeitos prejudiciais das distorções nos preços financeiros sobre o aprofundamento financeiro e sobre o crescimento econômico exigiriam como antídoto a adoção da liberalização financeira, como a supressão dos tetos nas taxas de juros e das barreiras à entrada nos mercados financeiros, e a remuneração das reservas compulsórias. A *rationale* da proposta de políticas de taxas de juros reais domésticas elevadas para os países em desenvolvimento (onde os mercados financeiros são menos desenvolvidos e há restrições na oferta de crédito do exterior) é que, no curto prazo, estas políticas resultam na aceleração das taxas de crescimento do produto, uma vez que promovem a elevação da poupança doméstica, e por conseqüência, do volume de investimento (dado o suposto neoclássico de que um incremento na poupança se traduz automaticamente na ampliação do investimento), aumentam a qualidade dos investimentos (os investimentos menos rentáveis são inviabilizados financeiramente) e incentivam a expansão dos fundos canalizados para o sistema bancário, supostamente mais eficiente na tarefa de intermediação entre poupadores e investidores. No longo prazo, o aprofundamento financeiro fomentaria o crescimento econômico e facilitaria a introdução de políticas mais flexíveis de regulação dos mercados financeiros, como operações de mercado aberto.

Os primeiros refinamentos teóricos da *démarche* entabulada por McKinnon e Shaw seriam empreendidos por Kapur, Mathieson, Fry e Galbis, cujos modelos formalizados demonstravam que, em *steady state*, taxas de juros de depósito fixadas livremente no mercado competitivo maximizam a taxa de crescimento econômico através do impacto sobre a oferta real de crédito.<sup>19</sup> Galbis (1977), por exemplo, concebe um modelo de dois setores em que taxas de juros reais de equilíbrio altas, ao elevarem a qualidade do estoque de capital (isto é, ao transferirem recursos de setores tradicionais com baixo rendimento para investimentos em setores tecnologicamente modernos), podem acelerar a taxa de crescimento econômico independentemente da

19. Estes modelos pressupõem *inside money*. Para uma resenha destes autores, ver Fry (1988, cap. 2).

elasticidade-juro da poupança.<sup>20</sup> As contribuições de Kapur, Mathieson e Fry estendem-se, também, ao tratamento formalizado da dinâmica do processo de estabilização em economias menos desenvolvidas. Kapur (1976), por exemplo, inspirado nos *insights* de McKinnon e Shaw, formula um modelo dinâmico que, contemplando a atuação dos bancos comerciais e o papel das expectativas no comportamento efetivo da inflação, atesta a superioridade de um aumento inicial da taxa nominal média de juros dos depósitos *vis-à-vis* a redução na taxa de expansão monetária como instrumento de estabilização devido ao impacto mais favorável de curto prazo sobre o produto real.

Talvez o mais ambicioso e consistente arrazoado em defesa das principais idéias do paradigma da repressão financeira seja o livro de Fry publicado em 1988. Resenhando a vasta e controversa literatura sobre a relação entre fatores financeiros e desenvolvimento econômico, este autor examina teorias e modelos de diferentes orientações e os correspondentes testes econométricos e evidências estatísticas invocados para sustentá-los. Além de contribuições próprias na área de modelagem teórica e econométrica e no esclarecimento de conceitos (por exemplo, a distinção entre restrição e repressão financeira), este autor discute o sistema financeiro nos países em desenvolvimento sob a ótica das implicações microeconômicas das políticas financeiras e do papel das instituições e do governo.<sup>21</sup>

### 3. As críticas teóricas ao paradigma da repressão financeira

O notável desenvolvimento do paradigma assentado nas idéias de McKinnon e Shaw ocorreu *pari passu* às tentativas de refutá-lo. Do ponto de vista mais abstrato, a proposição central deste paradigma -- a saber, que a liberalização das taxas reais de depósitos eleva a poupança agregada e o nível e a eficiência dos investimentos, contribuindo para acelerar o crescimento econômico -- mostra-se vulnerável em

20. Diferentemente, os modelos de Kapur e Mathieson supõem invariável a eficiência do investimento.

21. Subscrevendo também o paradigma da repressão financeira mas numa linguagem menos formalizada, o estudo de Lanyi & Saracoglu (1983) sistematiza os argumentos que configuram a fundamentação teórica deste paradigma e apresenta evidências empíricas em seu favor. Segundo estes autores, a elevação das taxas reais de juros em economias financeiramente reprimidas produz impactos positivos sobre o crescimento econômico através de vários canais: 1) aumenta a demanda por ativos financeiros (realocação da riqueza), elevando os recursos em poder dos intermediários financeiros potencialmente disponíveis para financiar despesas com investimento; 2) promove o influxo de capital externo; 3) pode aumentar no longo prazo a proporção poupada da renda e a proporção da poupança adicional alocada em ativos financeiros; 4) na ausência de tetos impostos administrativamente pelo governo, pode viabilizar volumes maiores de investimento e de poupança para um mesmo nível de produto: pressões nas taxas de juros de empréstimo, derivadas do excesso de demanda no crédito, se repassadas para as taxas de depósitos, podem resultar no aumento da

diversos aspectos, reiteradamente assinalados pelos críticos. Primeiro, a elasticidade da poupança em relação às taxas de juros reais de depósitos depende da magnitude relativa dos efeitos substituição e renda associados a variações destas taxas -- enquanto o primeiro tende a aumentar a poupança quando há uma elevação das taxas de depósitos, o último tende a reduzi-la. Segundo, não há motivo para supor que a poupança contratual ou planejada (seguridade social, fundos de previdência e de pensão, seguro pessoal, etc.) e a poupança pública -- ambas importantes componentes da poupança total nos países em desenvolvimento -- sejam significativamente sensíveis a variações nas taxas de juros de depósitos. Terceiro, ainda que a poupança *ex-ante* cresça em razão do aumento nas taxas de depósitos, este incremento pode não se traduzir em novos investimentos. Quarto, a concepção de que taxas de juros reais de depósitos elevadas promovem a expansão do nível de investimentos pelo impacto positivo sobre o volume de fundos emprestáveis dos bancos despreza os desdobramentos adversos do provável aumento nas taxas de empréstimos sobre o custo de capital e, portanto, sobre a demanda por investimentos.<sup>22</sup> Quinto, o nível de investimentos é influenciado primordialmente pela diferença entre as taxas esperadas de retorno e as taxas de juros, razão pela qual uma política de taxas de juros reais elevadas que faça abstração das taxas esperadas de retorno dos investimentos físicos pode obstar o desenvolvimento. Sexto, o argumento que associa taxas de depósitos mais elevadas a um maior volume de investimento através da repercussão que provocam sobre o montante de poupança (e sobre a redução das taxas de juros de empréstimo) revela-se frágil pelas razões 1) e 2) expostas acima. Sétimo, a proposição que vincula "repressão financeira" (imposição de tetos nas taxas de juros e conseqüente racionamento de crédito) à alocação ineficiente da poupança e seu corolário de que taxas de juros maiores beneficiam o crescimento econômico devido à melhora na produtividade dos investimentos mostram-se implausíveis porque haveria um forte incentivo para que potenciais investidores em projetos de maior eficiência negociassem com os bancos para se apropriarem da poupança barata de modo a canalizá-la para os investimentos mais rentáveis.<sup>23</sup> Oitavo, medidas desregulacionistas no sistema financeiro que generalizem a oferta pelas instituições financeiras de ativos remunerados de curtíssimo prazo podem elevar o patamar inflacionário, uma vez que a conseqüente queda na demanda por moeda

---

poupança, ampliando assim a capacidade de financiamento de investimento; 5) eleva a produtividade do investimento; 6) melhora a distribuição de renda e riqueza e incentiva a adoção de técnicas intensivas em trabalho.

22. Deve-se reconhecer, entretanto, que taxas reais de depósitos elevadas podem favorecer o crescimento econômico mediante a atração de recursos externos para o sistema financeiro doméstico formal, recursos estes que dificilmente seriam captados pelos mercados financeiros informais.

compele o governo a emitir mais moeda para financiar um mesmo déficit. Nono, não há evidência teórica suficiente para se afirmar que taxas de juros reais elevadas modificam a composição dos fatores de produção em favor do trabalho (Khatkhate, 1988, p. 578). Décimo, o crescimento dos ativos financeiros (que esta teoria supõe derivar do aumento da taxa de juros) ao invés de causa pode ser o resultado do crescimento da renda, já que a propensão de acumular ativos financeiros cresce com o aumento do nível de renda.

Os primeiros questionamentos da teoria da repressão financeira partiram dos neo-estruturalistas, cujo traço distintivo crucial de seus modelos consiste na inclusão dos mercados financeiros informais (*curb markets*).<sup>24</sup> Nestes modelos, os poupadores defrontam-se com três alternativas na definição de seus portfólios de ativos: depósitos bancários, empréstimos ao *curb market* e *hedges* contra a inflação. Reformas financeiras que eliminem ou elevem os tetos impostos administrativamente pelas autoridades monetárias sobre as taxas de juros de depósitos e empréstimos dos bancos comerciais podem resultar na contração da oferta total de empréstimo para o financiamento do capital de giro ou dos investimentos das empresas se induzirem os poupadores a realocarem seus portfólios dos ativos no *curb market* para os depósitos bancários, uma vez que os bancos comerciais são sujeitos a coeficientes de reservas compulsórias fixos e maiores *vis-à-vis* aqueles observados nos mercados financeiros não-regulamentados. Este efeito adverso não prevaleceria caso o aumento na taxa de depósito promovesse uma expansão da poupança total ou incitasse uma substituição de ativos improdutivos (*hedges* contra inflação, como ouro e moeda estrangeira) por depósitos mais intensa do que a substituição de empréstimos ao *curb market* por depósitos bancários. Nos modelos neo-estruturalistas, além da redução do crescimento econômico no médio prazo, ensejada pela contração na oferta real de crédito para o financiamento do investimento, as políticas de juros altos podem redundar no aumento da inflação no curto prazo através do efeito de *cost-push* -- resultados opostos aos postulados pelos modelos inspirados em McKinnon e Shaw, a saber, que o aumento nas taxas de juros de depósitos para níveis próximos aos das de livre mercado competitivo reduz a inflação e aumenta a taxa de crescimento econômico. Dado o pioneirismo e a repercussão da crítica neo-estruturalista à concepção de McKinnon-Shaw, expomos

---

23. Dornbusch & Reynoso (1989b, p. 479) argumentam que a própria expansão dos mercados informais nos países em desenvolvimento reflete em parte o empenho na implementação de projetos de investimentos mais eficientes.

24. Os modelos formulados por Taylor (1983), Wijnbergen (1982; 1985) e Buffie (1984) são recorrentemente citados na literatura como neo-estruturalistas (Fry, 1988; Kapur, 1992).

mais detalhadamente a análise de Lance Taylor (1983), cujos modelos podem ser tomados como representativo do *approach* neo-estruturalista.<sup>25</sup>

Em *Structuralist Macroeconomics*, Taylor constroi modelos macroeconômicos em que tenta incorporar aspectos relacionados às estruturas características das economias subdesenvolvidas que são reiteradamente ignorados pela teoria ortodoxa.<sup>26</sup> Recorre, para isto, a modelos de inspiração keynesiana e kaleckiana e a "descrições abstratas das estruturas que acadêmicos do Terceiro Mundo têm sempre enfatizado" (p. 4).<sup>27</sup> Este objetivo de reter em seus modelos a complexidade e a diversidade que permeiam as economias subdesenvolvidas contempla simultaneamente a crítica das políticas ortodoxas de estabilização, negligentes com as especificidades destas economias. Avesso a generalizações amplas, seu intento reside não na rejeição linear destas políticas, mas em mostrar como a eficácia de cada uma delas depende do entorno no qual incide<sup>28</sup> e como, muitas vezes, a concomitância de duas ou mais delas pode redundar em fracasso.<sup>29</sup> As análises de Taylor distinguem-se, ainda, da sabedoria ortodoxa convencional por enfatizar os impactos distributivos e por cogitar de medidas de intervenção extra-mercado (pp. 201-2).

Para examinar o alcance e a eficácia das reformas financeiras, em particular do aumento das taxas de depósitos, este autor concebe um modelo de equilíbrio geral para mercados de ativos *à la* Tobin com as seguintes suposições: 1) a riqueza dos agentes

- 
25. Não há diferenças expressivas nas suposições e implicações dos modelos neo-estruturalistas, exceção ao modelo de Buffie (1984) que diverge em alguns aspectos dos demais.
26. Segundo ele, "uma economia tem estrutura se suas instituições e o comportamento de seus membros tornam certos padrões de alocação de recursos e de evolução mais prováveis do que outros. Uma análise econômica é estruturalista quando toma estes fatores como os alicerces de suas teorias" (p. 3).
27. Entre as suposições perfilhadas em seus modelos que configurariam o funcionamento real destas economias, podem ser arroladas: 1) a determinação dos preços pela regra de *mark up* sobre o custo primário (gastos com trabalho, insumos importados e custos financeiros referentes ao financiamento do capital de giro); 2) a diferenciação das classes de acordo com as fontes de renda e com as propensões a poupar; 3) a determinação do salário por mecanismos institucionais e pelo conflito de classes; 4) a dependência crítica de insumos importados; 5) a dependência do mecanismo de ajustamento macroeconômico à especificidade do setor: pode se dar através de alterações nos preços (como nos mercados financeiros informais, ou em situações de pleno emprego) ou nas quantidades, quando a oferta responde à demanda; 6) o enquadramento do processo de decisões financeiras dos agentes à estrutura conceitual de Keynes e Tobin ("as variáveis de acomodação se ajustam até que os *rentiers* desejem possuir os ativos nas quantidades e aos preços existentes"); 7) a determinação da demanda de investimento pelas firmas, cujas decisões dependem da taxa de lucro e da taxa de utilização da capacidade. Como enfatiza Taylor, as análises devem focalizar "como a distribuição de renda e os níveis de produto variam para satisfazer as principais equações de equilíbrio macro no curto prazo" e como os desdobramentos de longo prazo "dependem das reações dos vencedores e dos derrotados nestes ajustamentos iniciais" (pp. 5-9).
28. Por exemplo, a política de contração monetária pode acelerar a inflação se os custos de financiamento do capital de giro são significativos na economia.

aloca-se em três classes de ativos: depósitos bancários, empréstimos às firmas (estas podem recorrer tanto aos bancos como ao público para financiar seu capital de giro) e ouro (representando ativos não-produtivos que servem como *hedge* contra a inflação); 2) os juros referentes ao financiamento do capital de giro compõem parcela expressiva do custo variável;<sup>30</sup> 3) a plena utilização da capacidade. Sob estes pressupostos, um aumento nas taxas de juros dos empréstimos para as firmas decorrente de um aperto monetário (medida sempre presente no receituário ortodoxo) eleva os custos financeiros e pode resultar no aumento da inflação no curto prazo.<sup>31</sup>

Especificamente em relação às propostas de liberalização financeira, assentadas nos benefícios de curto e de longo prazo que o aumento da taxa de depósitos supostamente patrocinaria, Taylor demonstra que sua implementação pode ocasionar uma estagflação. Para ele, é mais provável que um aumento da poupança *ex ante* conduza "à contração econômica do que ao impulso no investimento" (pp. 98 e 197). Isto porque, dependendo das circunstâncias econômicas do país, o aumento da taxa de juros de depósito pode repercutir sobre o investimento através de dois mecanismos distintos de expansão dos depósitos nos bancos comerciais: deslocando recursos entesourados (ouro, moeda inativa, etc.) ou contraindo empréstimos no *curb market*. No primeiro caso, a liberalização financeira mostra-se vantajosa tanto em termos do nível de atividade como da inflação pois, transferindo recursos até então ociosos para os bancos, amplia-se o volume de crédito bancário disponível para fins produtivos (capital de giro e investimentos). Isto ocorrendo, as taxas de empréstimo se reduzem, cai o nível de preços, os investimentos são estimulados e acelera-se o crescimento (p. 100). No caso inverso, em que a liberalização financeira promove uma transferência de fundos para o sistema bancário em detrimento sobretudo dos empréstimos informais do público às firmas, o montante de fundos emprestáveis pode ser comprimido em decorrência das exigências maiores de reservas *vis-à-vis* o *curb market* ou da fixação de

---

29. Contração monetária seguida de desvalorização cambial não raramente desdobra-se em redução do produto, aumento da inflação e piora na distribuição de renda no curto prazo.

30. O modelo supõe que as firmas pagam antecipadamente suas despesas com juros, salário e outros insumos.

31. O aumento na taxa de juros tem um efeito ambíguo sobre o nível de preços pois pode elevar o custo financeiro embutido nos custos primários e pode reduzir a demanda por investimentos. Taylor mostra que para níveis relativamente baixos de inflação o efeito da pressão sobre os custos advinda do capital de giro deve prevalecer. Se a pressão sobre os custos encetar uma queda na produção maior do que a na demanda, o efeito da política monetária restritiva é estagflacionário. Uma condição de macroestabilidade é que a pressão de custos resultante do financiamento do capital de giro não seja forte. Para isto, as exigências de reservas para os bancos não podem ser elevadas (pp. 90-1, 97 e 99).

tetos no volume de crédito do sistema bancário formal.<sup>32</sup> Se a fração dos novos depósitos retida como reserva compulsória for elevada, o resultado provável é a estagflação pois o aumento na taxa de juros de empréstimos para as firmas nos mercados informais gera pressões de custo e, ao mesmo tempo, reduz a demanda de investimentos e o produto. Portanto, "a questão chave é se os novos depósitos derivam dos empréstimos produtivos existentes concedidos pelo público às firmas ou de outros ativos como 'ouro'" (pp. 98-9). Quanto ao contra-argumento de que a eficácia da reforma financeira pressupõe reservas compulsórias menores e desregulamentação do crédito, Taylor mostra que os efeitos destas medidas são idênticos aos de uma expansão monetária, não havendo razão conseqüentemente para se privilegiar o aumento das taxas de depósito (pp. 97 e 214). Sendo o resultado da reforma financeira fortemente condicionado pela estrutura financeira, medidas de estímulo direto ao investimento e ao progresso técnico mostrar-se-iam mais adequadas para fomentar o desenvolvimento.

Taylor chega a resultados semelhantes quando estende a análise para prazos mais longos: "exceto se acompanhada de uma política monetária expansionista de alguma outra fonte (talvez uma redução nas exigências de reservas), a liberalização financeira pouco fará para beneficiar a performance econômica no médio prazo. Ademais, pode nem mesmo levar à expansão financeira, medida pelo quociente entre oferta monetária e valor do estoque de capital" (p. 122). O autor discute as dinâmicas do processo de ajustamento entre *steady states* em duas situações: uma em que, a partir de um aumento na taxa de juros, prevalece o efeito da pressão de custos do capital de giro no curto prazo e outra cujo efeito predominante provém da contração da demanda de investimento. No primeiro caso, a inflação aumenta, os salários reais caem e a expansão do produto no longo prazo se desacelera. No caso em que predominam os efeitos das variações nas taxas de juros sobre a demanda agregada, ocorre uma diminuição da inflação, um incremento do salário real e um declínio na expansão do produto. Embora a prevalência de um dos dois efeitos seja uma questão empírica, Taylor considera que nas economias em desenvolvimento o mecanismo do capital de giro mostra-se mais importante no curto prazo, enquanto o efeito sobre a demanda se manifesta num prazo mais longo. O motivo é que "as respostas da demanda de investimento a mudanças na taxa de juros podem demorar mais para se formar do que

---

32. Taylor e a maior parte dos neo-estruturalistas supõem que parcela considerável das necessidades de crédito das empresas nos países em desenvolvimento é suprida pelos mercados informais, considerados em geral "eficientes e apropriados para as necessidades do pequeno tomador".

as dos custos de capital de giro".<sup>33</sup> Face às complexidades apontadas, conclui que nenhuma "prescrição de política simples nas linhas da liberalização financeira (ou de quaisquer outras)" pode ser levada a sério (p. 122).

No que se reporta à reforma financeira externa, em particular aos supostos efeitos benéficos da liberalização dos fluxos de capital internacionais e da redução na taxa de desvalorização cambial relativamente à taxa efetiva de inflação, Taylor chama atenção para o risco de desaceleração do crescimento e de aumento da inflação. Traduzindo-se em expansão do crédito doméstico, os influxos de capital podem ensejar um *boom* de investimento que, elevando os salários, desdobra-se na reversão do ciclo pois reduz a taxa de lucro. Ademais, a sobrevalorização da taxa de câmbio, derivada da aceleração inflacionária, magnifica a crise pois desestimula as exportações, incentiva a fuga de capitais e a especulação e aprofunda a recessão. O equívoco maior desta estratégia reside na avaliação otimista acerca da reação dos agentes. Nas palavras de Taylor, "tentar baixar a inflação com uma taxa cambial estável pressupõe que pessoas com acesso à riqueza comportar-se-ão do modo que se quer delas. Tal suposição é perigosa, e o é duplamente quando a liberalização financeira remove a maioria dos obstáculos aos fluxos de capital" (p. 199).

Revidando à crítica neo-estruturalista, os adeptos da teoria da repressão financeira esgrimem os seguintes argumentos: 1) os *curb markets* não são necessariamente competitivos e mais eficientes que o sistema bancário regulamentado na alocação de recursos para o setor produtivo; 2) depósitos bancários, empréstimos ao *curb market* e ativos que funcionam como *hedges* contra inflação não são substitutos perfeitos na carteira de ativos dos poupadores; 3) se o coeficiente de reserva compulsória dos bancos diminuísse com o aumento da demanda real de moeda real, a capacidade de intermediação financeira dos bancos tenderia a se igualar com a dos mercados financeiros informais.<sup>34</sup> Dada a impossibilidade de se dirimir a controvérsia em torno dos modelos de desenvolvimento financeiro no campo estritamente teórico,<sup>35</sup> vejamos o que as evidências empíricas trazidas pelas tentativas de solucioná-la revelam.

---

33. Esta suposição é corroborada pelas análises econométricas de Cavallo (1977) para a Argentina e de Van Wijnbergen (1982) para a Coreia.

34. Ver Fry (1988, p. 105). Kapur (1992) apresenta uma refutação formalizada da crítica neo-estruturalista, explorando a "ampliação de liquidez" e a "criação de senhoriagem" proporcionadas pelas reservas compulsórias dos bancos.

35. O extenso *survey* de Fry (1988) sobre modelos financeiros teóricos conclui com a afirmação lacônica de que "os efeitos da liberalização financeira dependem inteiramente das suposições iniciais que são feitas".

#### 4. A avaliação empírica do paradigma da repressão financeira

Tentativas de elucidar o conjunto de questões controversas suscitadas pelos trabalhos de McKinnon e Shaw resultaram numa ampla e diversificada literatura empírica, envolvendo desde evidências estatísticas diretas a modelos econométricos complexos.<sup>36</sup> O exame desta literatura revela, entretanto, que a polêmica permanece, pouco podendo se afirmar de conclusivo:<sup>37</sup> os resultados dos trabalhos são conflitantes, diversos testes são inconclusivos, e tanto as análises com evidências em favor do paradigma da repressão financeira como as com evidências que o refutam apresentam metodologias passíveis de crítica.

Quanto a hipótese de que a elasticidade-juro da poupança seja alta, a evidência empírica disponível é ambígua.<sup>38</sup> Diversos testes empíricos aplicados tanto em economias desenvolvidas como em economias em desenvolvimento não a corroboram,<sup>39</sup> sendo o nível de renda o fator decisivo na determinação do volume de poupança. Por sua vez, as evidências estatisticamente significativas de que há uma influência positiva da taxa real de depósitos sobre a poupança não se mostram convincentes pois esta influência é de pequena magnitude, insuficiente para fundamentar prescrições de política.<sup>40</sup>

Diferentemente, a sensibilidade da demanda por ativos financeiros às taxas de juros de depósitos é apoiada por evidências convincentes, indicando que o aumento destas taxas, embora com efeitos mínimos sobre o nível da poupança, influencia sua composição, realocando os portfólios dos indivíduos em benefício da poupança

36. Possivelmente devido à maior disponibilidade de dados adequados às exigências dos testes empíricos, a maioria destes trabalhos concentrou seu espaço amostral nos países asiáticos.

37. Esta avaliação parece ser compartilhada pelos diversos balanços e resenhas publicados sobre os resultados empíricos, como Khatkhate (1988), Arrieta (1988) e Kitchen (1986). Fry (1988, pp. 153-4) apresenta, entretanto, uma opinião distinta: "o grosso da evidência empírica apresentado neste capítulo (a respeito dos efeitos concretos das condições financeiras sobre poupança, investimento e crescimento econômico) é consistente com a visão McKinnon-Shaw de que a liberalização financeira aumenta a poupança, melhora a eficiência com a qual os recursos são alocados entre projetos alternativos de investimento, e portanto eleva a taxa de crescimento econômico".

38. O caráter irresoluto do debate é expresso de maneira peculiar por Fry (1988, pp. 131-2), defensor arguto da teoria de McKinnon-Shaw: "aqueles investigadores procurando sensibilidade (da poupança) aos juros acham-na, enquanto os que não esperam influência alguma, nada encontram".

39. Para um *survey* dos testes empíricos, ver Arrieta (1988), Kitchen (1986), Khatkhate (1988) e Fry (1988)

40. De acordo com o modelo econométrico de Fry (1988, p. 140) aplicado a 14 países asiáticos, para que ocorra um incremento de um ponto percentual na taxa de poupança nacional, a taxa real de juros de depósitos deve crescer entre 10 e 25 pontos percentuais. Giovannini (1985), além de apresentar evidências contra a hipótese de que nos países menos desenvolvidos a poupança responde positivamente a um aumento na taxa de juros, sustenta que o êxito de Fry (1978) em dar suporte à hipótese de elasticidade-juro da poupança elevada dependeu crucialmente da inclusão em sua

financeira -- efeito este que pode ser o canal através do qual a eficiência do investimento seria afetada (Fry, 1988, cap. 7; Lanyi & Saracoglu). Já a questão de saber se a ampliação da parcela dos depósitos nos portfólios se dá em detrimento dos ativos nos *curb markets* ou dos *hedges* contra a inflação permanece em debate: enquanto o modelo econométrico de Wijnbergen identifica uma elasticidade de substituição maior para os primeiros, Fry mostra que com algumas mudanças nas especificações deste modelo os resultados se invertem. Do mesmo modo, a proposição de que o aprofundamento financeiro promove o crescimento econômico nos países menos desenvolvidos encontra validação empírica episódica. Dornbusch & Reynoso (1989a) constata que numa análise *cross section* envolvendo 84 países em desenvolvimento para o período 1965-85, dependendo da composição da amostra selecionada, é possível gerar todo tipo de correlação parcial entre estas variáveis.<sup>41</sup> Tampouco se revela satisfatória a argumentação de Lanyi & Saracoglu (1983) para mostrar que o sentido da causalidade na correlação positiva que identificam entre crescimento dos ativos financeiros e crescimento econômico vai do primeiro para este último.<sup>42</sup>

Os testes empíricos para avaliar o impacto das taxas de juros sobre os investimentos também apresentam resultados inconclusos (Khatkhate, 1988; Kitchen, 1986; Aghevli, 1990). De acordo com o que foi exposto anteriormente, o paradigma de McKinnon-Shaw identifica dois mecanismos através dos quais o aumento da taxa de juros para níveis próximos ao de equilíbrio pode repercutir sobre os investimentos: o *finance motive* (a hipótese da complementaridade de McKinnon) e a disponibilidade de crédito. Fry (1988) considera que os resultados dos testes econométricos sustentam este segundo efeito enquanto fornecem um suporte "tênue no melhor dos casos" para o primeiro (ele próprio encontra resultados inconsistentes com esta hipótese).

No que se refere aos efeitos da liberalização financeira sobre a eficiência média do investimento, os trabalhos empíricos tampouco são elucidativos. Tomando, em geral, como *proxy* desta variável o uso da relação incremental capital/produto

---

amostra de países onde houve reforma financeira, que embora contribuindo com poucas observações influenciaram desproporcionalmente os parâmetros estimados.

41. Estes dois economistas reprovam, também, a utilização do quociente M2/PIB como *proxy* do grau de aprofundamento financeiro pois este procedimento abstrai peculiaridades institucionais do sistema financeiro de cada país. De acordo com esse indicador, Brasil e Coréia teriam sofrido, respectivamente, estagnação e repressão financeira entre os anos 70 e meados dos anos 80, quando na verdade este período foi palco de um notável crescimento dos mercados de ativos financeiros nestes dois países.
42. Fry (1988, p. 158) menciona o trabalho de Jung de 1986 que, através de testes de causalidade de Granger, demonstra que as condições financeiras determinam a taxa de crescimento econômico.

(complementada às vezes pela relação *rental/salário*), os modelos econométricos geram tanto evidências favoráveis ao resultado previsto pela teoria da repressão financeira (Khatkhate, 1988) como evidências que não o corroboram (Fry, 1988; Aghevli, 1990).<sup>43</sup> De qualquer modo, diversos autores interpretam a correlação positiva entre taxas de juros e esta *proxy* da eficiência dos investimentos como reflexo do impacto que a primeira variável produz sobre a alocação dos portfólios.

Sobre a natureza da relação entre taxas de juros e crescimento econômico, o grande volume e a diversidade de testes empíricos não foram suficientes para resolver a controvérsia que cerca esta questão. Lanyi & Saracoglu (1983), Fry (1988), Polak e Gelb (apud Aghevli, 1990, p. 47) encontram evidências que apontam uma influência positiva das taxas reais de empréstimos sobre as taxas de crescimento, destacando em geral a realocação de portfólios como o mecanismo de transmissão.<sup>44</sup> Em contraste, modelos econométricos neo-estruturalistas, como o de Wijnbergen (1985), apontam que um aumento nas taxas de depósitos a prazo provoca um impacto negativo sobre o crescimento econômico no curto prazo (transmitido através de alterações no portfólio que se refletem na contração da oferta total de crédito e na elevação do custo de financiamento do capital de giro).<sup>45</sup> Analogamente, testes econométricos empreendidos por Khatkhate (1988) não confirmam as teses de McKinnon-Shaw.<sup>46</sup>

Por fim, pouco se pode afirmar a respeito da repercussão da liberalização financeira sobre a distribuição de renda e sobre a concentração industrial, uma vez que são escassos e com evidências limitadas os trabalhos empíricos que examinam esta questão.

- 
43. Dornbusch e Reynoso (1989b, pp. 479-80) criticam o procedimento de, para testar a influência das taxas reais de juros sobre a eficiência do investimento, recorrer à relação incremental capital/produto como estimativa desta variável. Além das dificuldades de precisar "qual é o fator influenciado pela repressão financeira e quanto tempo leva para esta repressão afetar o parâmetro", alegam que mesmo se a liberalização financeira implicar uma alocação mais eficiente do investimento, o impacto sobre a relação capital/produto média é lento e pode ser de pequena magnitude.
44. De acordo com os resultados empíricos encontrados por Fry, o aumento de 1 ponto percentual nas taxas reais de juros de depósitos é acompanhado por um incremento de 0,5 ponto percentual na taxa de crescimento econômico.
45. Wijnbergen ressalva, entretanto, que se não houver restrições para que o aumento dos depósitos a prazo se traduza em expansão dos empréstimos bancários a repercussão no médio prazo pode ser favorável.
46. Khatkhate (1988) analisa as relações entre o nível das taxas reais de juros e diversas variáveis macroeconômicas (taxa de crescimento real do PIB e dos ativos financeiros, taxa de poupança e de investimento e taxa incremental do capital e do produto) através do teste não-paramétrico Mann-Whitney aplicado a uma amostra de 64 países menos desenvolvidos para o período 1971-80. Este teste permite verificar se as diferenças médias nas taxas reais de juros são mais sistematicamente relacionadas com as diferenças médias nas variáveis macroeconômicas selecionadas. Não encontrando diferença com significância estatística entre os grupos com taxas reais de juros acima e abaixo da média, o autor concluiu que "o nível da taxa real de juros por si só tem pouco ou nenhum impacto nas variáveis macroeconômicas selecionadas".

Como alertam Khatkhate (1988) e Fry (1988, p. 149), a discrepância entre as previsões das teorias e os resultados dos testes empíricos pode refletir ou que as hipóteses testadas são de fato equivocadas, ou problemas de mensuração, ou ainda que os testes sobre o impacto das políticas de taxas reais de juros sobre as variáveis macroeconômicas ignoram os efeitos de outras políticas econômicas executadas concomitantemente (dada a dificuldade de se isolar o impacto da política financeira dos efeitos das demais políticas). Portanto, mais do que de comprovações quantitativas acerca de seus efeitos, as defesas de determinadas políticas de juros derivam sua fundamentação "da racionalidade econômica, de experiências históricas e de condições políticas e sociais" (Kathkate, 1988, p. 586). De qualquer modo, a teoria da repressão financeira sofreu um severo golpe tanto com os testes econométricos cujos resultados ou a refutavam ou mostravam ser diminutos os efeitos previstos por ela, como com as evidências que assinalavam a ocorrência de elevadas taxas de crescimento em economias com taxas de juros reais negativas.

##### **5. A ênfase de Dornbusch e Reynoso na importância da estabilidade financeira para o crescimento econômico**

Dornbusch e Reynoso (1989a; 1989b) identificam duas vertentes na literatura voltada para os aspectos financeiros do desenvolvimento econômico: uma que privilegia a contribuição e os limites do financiamento inflacionário dos déficits públicos, cujo foco em geral incide sobre os países latino-americanos, e outra enfatizando os benefícios da liberalização financeira sobre a mobilização da poupança e a alocação do investimento (quase sempre reportando-se aos países asiáticos). Por suas implicações instabilizadoras, ambas são rebatidas pelos dois economistas: o escopo para o financiamento inflacionário como alavanca do desenvolvimento econômico "é extremamente limitado e extraordinariamente arriscado", enquanto o paradigma da repressão financeira concebido pela Escola de Stanford (McKinnon, Gurley e Shaw) e suas recomendações de liberalização do sistema financeiro carecem de evidências seguras, repousando em bases episódicas e especulativas (1989a, p. 209). Somente em situações de instabilidade financeira acentuada o regime financeiro afetaria o desempenho econômico. Consideram que analogamente ao regime de comércio externo, o regime financeiro "não faz muita diferença para o nível do PIB *per capita*, a menos que seja de fato muito distorcido". Neste sentido, a relevância de seus efeitos sobre o sucesso econômico não pode ser equiparada à da "acumulação de capital, tecnologia, economias de escala e educação" (1989b, p. 473).

A argumentação destes autores guia-se por uma *démarche* essencialmente macroeconômica: ambientes caracterizados por instabilidade financeira (inflação acelerada, déficits orçamentários elevados, estrangulamento cambial) ensejam políticas macroeconômicas restritivas que, por conseqüência, contraem os investimentos e as taxas de crescimento. A manutenção deste cenário compromete o desenvolvimento no longo prazo pois estimula a fuga de capitais, reduz as disponibilidades domésticas de recursos, e inibe os investimentos produtivos e as inovações. Neste sentido, as diferentes performances entre as economias latino-americanas e asiáticas estão associadas mais a diferenças na capacidade de "ajustar-se rápida e regularmente a mudanças nos recursos financeiros do que ao aprofundamento financeiro" (1989a, p. 204). Por exemplo, a distribuição de renda menos desigual dos países asiáticos relativamente à dos países da América Latina facilitaria a pronta adoção de medidas de política cambial e fiscal necessárias para enfrentar choques na economia (1989a, p. 207).

Após argumentarem sobre as deficiências teóricas e empíricas do *approach* da repressão financeira e de suas recomendações, Dornbusch e Reynoso deslocam o foco de sua análise sobre as mediações entre fatores financeiros e desenvolvimento econômico para o financiamento inflacionário. Sustentam que inflações elevadas e instáveis provocadas por *déficits* orçamentários excessivos e recorrentes financiados através da emissão monetária (como tem sido o caso na América Latina) resultam inevitavelmente em regressão econômica pois tornam os poupadores refratários à posse de ativos financeiros domésticos e desestimulam os empresários a investir (1989b, p. 481).<sup>47</sup> Estes desequilíbrios das finanças públicas teriam como principais fontes a indisciplina fiscal, o choque do serviço da dívida externa,<sup>48</sup> e os déficits quase-fiscais.<sup>49</sup>

---

47. Com base numa análise *cross section* envolvendo 41 países para o período 1965-1985, os autores apresentam evidências econométricas que corroboram a relevância da inflação e do investimento para o crescimento econômico. A influência negativa da inflação elevada sobre o crescimento do produto é atestada também pelo confronto entre países asiáticos e latino-americanos. Dados apresentados pelos dois autores (1989b, pp. 483 e 493) sobre taxas de inflação, taxas de crescimento econômico e níveis de senhoriação para alguns países selecionados da Ásia e da América Latina em dois períodos (1960/1978 e 1979/86) demonstram que, embora o financiamento inflacionário tenha sido recorrente nessa última região, o abuso na sua utilização a partir do final dos anos setenta inclui-se entre os fatores responsáveis pela crescimento econômico inferior *vis-à-vis* os países asiáticos.

48. A interrupção nos fluxos de empréstimos externos a partir de 1982 ampliou as necessidades de financiamento doméstico para o pagamento do serviço da dívida externa. As transferências de recursos para o exterior, por sua vez, geraram uma contrapartida fiscal que, dadas as restrições de caráter político para elevar os tributos ou comprimir os gastos correntes, levou os governos a adotarem cortes nos investimentos e a financiarem o déficit remanescente predominantemente pela expansão monetária (a emissão de títulos teria sido preterida pelos efeitos adversos que a

Dornbusch e Reynoso ressalvam, entretanto, que a situação fiscal não basta para explicar o comportamento da inflação. O êxito no enfrentamento de choques econômicos adversos (por exemplo, sobre os orçamentos fiscais) dependeria de modo decisivo da capacidade e da flexibilidade que os governos dispõem para implementar políticas (fiscais, cambiais e monetárias) que neutralizassem seus efeitos e promovessem rapidamente os ajustes necessários. Este esforço de ajustamento que determina o ritmo no amortecimento do choque inflacionário varia inversamente com o ônus político implicado pelas medidas de ajuste e diretamente com a força esperada do impacto. Entre as variáveis que definem o custo político das medidas de ajuste, os dois economistas frisam a importância da distribuição de renda: um perfil menos concentrado da renda, por exemplo, favorece a implementação rápida das medidas de ajuste exigidas (1989b, p. 482).

A taxa de inflação seria afetada, ainda, pelo arcabouço institucional do sistema financeiro. Um processo de liberalização financeira que se traduza na oferta ao público de ativos remunerados de alta liquidez de curtíssimo prazo eleva as exigências de financiamento inflacionário do déficit fiscal pois a contração que provoca na demanda por moeda obriga o governo a emitir mais moeda para financiar um mesmo déficit, pressionando portanto a taxa de inflação. Para explorar as relações conceituais entre déficits orçamentários, inflação e crescimento, os dois economistas recorrem a um modelo com as seguintes suposições: 1) o déficit orçamentário representa uma parcela  $g$  da renda real; 2) uma parcela  $b$  do déficit é monetizada; 3) a velocidade da base monetária é uma função linear e crescente da inflação, cujos coeficientes refletem o grau de sofisticação do sistema financeiro; 4) a elasticidade-renda da moeda é unitária. Demonstram que sob estas condições e em *steady state*: 1) um aumento do déficit orçamentário financiado via senhoriagem gera um acréscimo proporcionalmente maior da inflação; 2) à medida que a estrutura financeira se sofisticava, cresce a taxa de inflação necessária para o financiamento de um dado déficit, o que significa que uma liberalização financeira pode agravar o processo inflacionário; 3) o crescimento do produto reduz o impacto inflacionário da monetização do déficit.

---

elevação das taxas de juros provocaria sobre o investimento privado e sobre a saúde financeira das empresas). Ademais, o serviço da dívida externa cresceu relativamente à base tributária em razão da política de desvalorização real da taxa de câmbio necessária para a geração de superávits comerciais substanciais (1989a, p. 207).

49. Como a expansão desmesurada dos subsídios creditícios associada à inflação e as perdas cambiais encetadas por políticas de garantia da taxa de câmbio (proteção contra o risco cambial) ou por outras operações cambiais do banco central (conversão da dívida em investimento, multiplicidade das taxas de câmbio, etc.).

Para eles, uma vez atingido um patamar elevado, a inflação aciona dois mecanismos que a realimentam e podem acelerar seu crescimento:<sup>50</sup> a generalização dos contratos indexados e a maior dependência do financiamento do déficit orçamentário à emissão de moeda. A indexação, além de dificultar o ajuste dos preços relativos, magnifica a inflação se, por qualquer motivo, o intervalo das correções dos valores monetários se reduz. A ampliação da parcela monetizada do déficit,<sup>51</sup> por sua vez, potencia a inflação devido à já mencionada não-linearidade entre ambas (reflexo da endogeneidade da estrutura financeira). Portanto, não obstante derivarem da inflação, estes dois fatores convertem-se em mecanismos autônomos de sua aceleração e reduzem a eficácia das políticas anti-inflacionárias convencionais.

Dornbusch e Reynoso tratam, também, dos mecanismos através dos quais o financiamento inflacionário afeta adversamente o desenvolvimento. Primeiro, déficits elevados contraem os recursos disponíveis para o consumo e o investimento privado. É improvável que o *crowding-out* fomente o desenvolvimento uma vez que os recursos teriam que ser subtraídos do consumo privado e serem alocados para investimentos públicos -- suposições pouco plausíveis. Segundo, a fuga de capital tende a se intensificar à medida que a inflação cresce e se torne mais instável, sobretudo se a remuneração real dos ativos financeiros for sistematicamente negativa. Para enfrentar a evasão de capital (entre outras razões, pelo decréscimo que provoca nas receitas de senhoriagem e na disponibilidade de recursos para a absorção doméstica), o governo dispõe de três alternativas: controles diretos, permissão ao sistema bancário doméstico para ofertar ativos indexados ao dólar e taxas de juros elevadas. Enquanto a primeira opção mostra-se difícil de se executar, as duas últimas embora possam frear a migração de capital para o exterior têm desdobramentos inflacionários porque são substitutos de ativos que geram senhoriagem para o governo. A emissão recorrente de títulos públicos com taxas de juros elevadas constitui mero paliativo se desacompanhada de um ajuste fiscal pois, além de repercutir sobre a magnitude do déficit (já que crescem os encargos referentes ao serviço da dívida pública interna), promove o crescimento desmesurado desta dívida e a redução dos prazos de maturação. Nesse contexto, as receitas de senhoriagem diminuem e a ameaça de hiperinflação se torna maior. Dornbusch e Reynoso mostram-se refratários à adoção da dolarização por esta implicar uma perda de senhoriagem maior *vis-à-vis* a fuga de capital, cuja efetivação envolve custos de

---

50. Estes autores consideram que inflações elevadas são intrinsecamente instáveis.

51. Entre outras razões, isto ocorre devido à "endogeneidade do nível real de arrecadação de impostos" (o efeito Olivera-Tanzi).

transação. Outro argumento contra a dolarização é seu viés para a sobrevalorização da moeda doméstica, porquanto uma eventual desvalorização cambial prejudicaria os bancos que emitem passivos dolarizados. Terceiro, inflações elevadas e instáveis e a adoção de políticas destinadas a combatê-las, ao ampliarem as incertezas na economia, geram distorções na alocação de recursos. Estas incertezas estreitam o horizonte empresarial, direcionam recursos produtivos para a exploração de ganhos financeiros de curto prazo em detrimento das "inovações na produção e no comércio", inibem os investimentos na produção pelo temor de intervenções nos preços, e aceleram a transferência de capital -- seja através de canais ilegais, seja através da amortização precoce da dívida viabilizada pelo excedente comercial gerado pela desaceleração econômica.

Apontados os limites e os riscos de se enfrentar as exigências financeiras do desenvolvimento através do financiamento inflacionário de déficits públicos, do recurso abusivo a empréstimos externos ou da liberalização financeira (sobretudo num contexto fiscal adverso), Dornbusch e Reynoso concluem que em ambientes castigados prolongadamente por inflações elevadas e instáveis somente medidas ortodoxas de estabilização (orientadas para a implementação do realismo cambial, do equilíbrio orçamentário e das condições favoráveis ao investimento) podem mobilizar os fundos necessários para a retomada do crescimento.

## 6. O paradigma da Economia da Informação

De acordo com o modelo Arrow-Debreu, o equilíbrio competitivo garante a alocação ótima dos recursos desde que os participantes dos mercados disponham das mesmas informações a respeito das variáveis econômicas. Caso esta suposição seja transgredida, o equilíbrio competitivo deixa de assegurar a alocação ótima dos recursos e, como em qualquer situação de fracasso de mercado,<sup>52</sup> emerge a questão de saber se correções empreendidas pelo governo ou por outras instituições extra-mercado podem aumentar a eficiência alocativa e melhorar o bem estar. A partir dos anos 70, ganha impulso uma nova linha de investigação que, contestando esta suposição do modelo Arrow-Debreu, explora os efeitos das imperfeições de informações sobre o funcionamento dos mercados, especialmente dos mercados financeiros. Enquanto a teoria convencional dos mercados financeiros atribuía às taxas de juros o papel de promover o *clearing* nos mercados de empréstimos (isto é, a igualdade entre oferta e

52. Para Ledyard (1989, p. 185), falhas de mercado ocorrem "quando as alocações executadas pelos mercados não são eficientes".

demanda de crédito), o novo programa de pesquisa enfatiza a possibilidade de equilíbrios não-walrasianos (com racionamento quantitativo, extra-preço) em que as taxas de juros não mais refletem a produtividade marginal do capital e a concorrência deixa de garantir a eficiência alocativa (os retornos sociais da poupança podem exceder os retornos privados).

Conforme este novo *approach*, a ocorrência de equilíbrios em que subsiste uma demanda excedente incapaz de induzir os fornecedores de crédito a aumentarem seus preços (taxas de juros) resulta da heterogeneidade no grau de risco dos que demandam crédito e da dificuldade e dos custos com que se defrontam aqueles fornecedores para diferenciar entre os solicitantes. A assimetria de informações entre emprestadores e mutuários pode gerar uma influência negativa da elevação das taxas de juros sobre a composição do *pool* de solicitantes de crédito (conhecida como o problema da *seleção adversa*) e sobre o comportamento destes em relação a riscos (o chamado problema do *moral hazard*). O primeiro problema surge porque, dadas as diferentes probabilidades de *default* dos clientes e o acesso para conhecê-las interditado ou custoso ao emprestador, o aumento da taxa de juros de empréstimo como resposta ao excesso de demanda de crédito induz os solicitantes mais avessos a riscos (e que talvez disponham de projetos de melhor qualidade) a não tomarem crédito, remanescendo entre os demandantes aqueles com maior probabilidade de *default*. Caso o emprestador tivesse plena informação sobre os projetos, este problema não se manifestaria.<sup>53</sup> O problema do *moral hazard*, por sua vez, consiste no incentivo que a elevação das taxas de juros dos empréstimos suscita nos clientes para optarem por projetos mais arriscados. Dadas as características dos contratos de empréstimos (obrigações de pagamento futuro fixas, independentes do retorno do projeto, e responsabilidade limitada em caso de falência), os devedores não são incentivados a evitar riscos excessivos pois, na hipótese de sucesso do projeto, recebem um lucro que, em contraste com os juros, mantém uma relação diretamente proporcional ao risco, enquanto na hipótese contrária de fracasso, suas obrigações são limitadas pelos recursos disponíveis, ao mesmo tempo em que os custos de inadimplência não crescem significativamente. Este problema não ocorreria se os contratos fossem completos e o credor pudesse monitorar e controlar o projeto adotado pelo devedor. Ao associarem taxas de juros maiores com riscos mais elevados dos projetos financiados e com qualidade média inferior dos solicitantes dos empréstimos, os mecanismo de incentivo e seleção adversos provêem uma explicação da racionalidade, sob a ótica do emprestador, de se conviver com um excesso de

---

53. As bases teóricas para a discussão do problema da seleção adversa foram formuladas Akerlof (1970).

demanda por crédito.<sup>54</sup> Com imperfeições de informação e contratos incompletos (o prestador não pode controlar integralmente as ações do mutuário), a maximização da taxa de retorno esperada (líquida das perdas por *default*) pode exigir uma taxa de juros de empréstimo inferior à que o mercado se dispõe a pagar.<sup>55</sup> Como observa Baltensperger (1987, p. 716), "a taxa de juros de empréstimo perde então seu papel alocativo tradicional de equiparar oferta e demanda, e serve ao invés disto como recurso para limitar os danos derivados da seleção adversa e dos incentivos adversos".<sup>56</sup> Outra especificidade de uma economia com imperfeições de informação reside na interferência do grau de endividamento dos demandantes sobre a disponibilidade de crédito. Quanto maior o *leverage* do devedor, maior a despesa com obrigações financeiras, e portanto maior o risco de *default*; o maior endividamento incita o devedor, ademais, a um comportamento do tipo *moral hazard*. Com isto, o racionamento de crédito emerge como uma solução otimizadora para o prestador, uma vez que em sua avaliação qualquer prêmio adicionado sobre a taxa de juros pode não compensar o incremento no risco de *default* ensejado pelo aumento do grau de endividamento.

Exigências de colaterais ou no grau mínimo de autofinanciamento são freqüentemente apontadas como alternativas ao racionamento quantitativo para os prestadores enfrentarem estes problemas de natureza informacional. Stiglitz & Weiss (1981) argumentam, entretanto, que estes recursos são insuficientes para eliminar o racionamento de crédito pois podem engendrar também efeitos de seleção e de incentivo adversos -- a partir de certo ponto, o aumento no nível das garantias exigidas pelos credores rebaixaria os retornos dos empréstimos. Por sua vez, contratos mais completos contemplando diversas contingências e penalidades que inibissem os tomadores de empréstimos a correr riscos exagerados são custosos e pressupõem a existência de uma infra-estrutura jurídica desenvolvida que assegure seu cumprimento (legislação adequada, precisão nas regras de responsabilidade, pronta execução das decisões judiciais, etc.).

---

54. Em seu livro, Blanchard e Fischer (1989, pp. 478-489) apresentam uma discussão condensada e formalizada dos problemas de seleção e incentivos adversos nos mercados financeiros.

55. Diferentemente, com informações simétricas e contratos completos (que garantam o cumprimento dos contratos de empréstimos pelos mutuários), o retorno esperado para o prestador (banco) é uma função crescente da taxa de juros de empréstimos. Um ambiente com simetria de informações implica agentes igualmente incertos e não ausência de incertezas (Postlewaite, 1989, p. 35).

56. Com simetria de informações, é sempre possível definir uma taxa de juros que incorpore os riscos específicos a cada solicitante de crédito.

Às firmas preteridas pelo racionamento do crédito restaria, ainda, a alternativa de levantar recursos no mercado de ações. Greenwald, Stiglitz & Weiss (1984) mostram, porém, que este mercado tampouco é imune a problemas de informação de natureza análoga aos que ocorrem no mercado de crédito. Tais problemas limitam a capacidade e a propensão das firmas de captarem recursos através da emissão de ações por pelo menos dois motivos. Primeiro, esta forma de financiamento, se comparada ao endividamento bancário, pode magnificar os problemas de incentivo adverso. Dado que os gerentes, por não terem sua renda atrelada exclusivamente aos lucros das empresas, podem ter interesses divergentes aos das empresas, o que os levaria a se empenhar menos e a "competir" com os lucros (através da ampliação de despesas que lhes trouxessem benefícios pessoais), os bancos estão melhor aparelhados *vis-à-vis* um acionista típico para monitorá-los (levantando informações sobre a situação das empresas e impondo-lhes sanções quando necessário -- por exemplo, não renovando os empréstimos). Segundo, há a possibilidade de que a captação de fundos no mercado acionário induza os investidores potenciais a concluir ou que a firma não apresenta uma perspectiva favorável (pois senão estaria disposta a assumir o risco incremental de uma dívida maior), ou que não conseguiu crédito dos bancos (supostamente melhor informados sobre a situação financeira de seus clientes), ou ainda que os bancos só se dispunham a lhe fornecer crédito a uma taxa de juros demasiadamente alta. Esta sinalização adversa sobre a "qualidade" da firma que recorre à emissão de ações como fonte de financiamento (justificando inferências dos investidores sobre uma situação financeira frágil ou sobre o maior risco de falência da firma) provocaria uma queda no valor de suas ações que poderia encarecer excessivamente a captação de recursos por esta via. Para aqueles três economistas (pp. 195 e 198) "não é surpreendente, conseqüentemente, que as firmas raramente emitem ações para levantar capital".

Esta literatura referente aos efeitos alocativos da "privacidade das informações" nos mercados financeiros em nível microeconômico engendraria um segundo campo de investigações relacionado à relevância dos intermediários financeiros na superação destes problemas e às conseqüências macroeconômicas desta atuação. Incertezas, riscos e informações imperfeitas seriam, de acordo com esta perspectiva, cruciais para se entender a existência e as funções dos intermediários financeiros. Primeiro, por prestarem diversos tipos de serviços a seus clientes (são seus credores, depositários de liquidez, gestores de investimentos financeiros, cobradores de dívidas de terceiros), os bancos têm acesso a informações que os colocam numa posição vantajosa para avaliar riscos de crédito, monitorar ao menos parte das transações dos devedores, e mediar as relações entre agentes com déficits e com superávits financeiros. Estas economias de

escopo, implicando redução nos custos das transações creditícias e alocação mais eficiente da poupança, confeririam aos bancos um importante papel na seleção dos projetos com maior expectativa de retorno e no seu monitoramento de modo que os recursos tomados pelos emprestadores fossem utilizados apropriadamente. Segundo, a consolidação e a transformação de riscos possibilitadas pela extensão e diversidade de sua clientela redundariam em maior segurança (menor risco de *default*) na poupança dos indivíduos direcionada a empréstimos. Assim, os ganhos de escala propiciados pela mobilização e concentração da poupança trariam efeitos benéficos para a acumulação do capital.<sup>57</sup> Em suma, a imperfeição de informações induz à formação de firmas especializadas na coleta e avaliação de informações sobre a qualidade dos projetos a serem financiados e sobre o risco de inadimplência dos tomadores potenciais de crédito. Estas firmas, isto é, os bancos, não teriam razão de ser num ambiente com informações perfeitas e com garantia de plena observância dos contratos.

Os bancos, porém, não detêm o monopólio na intermediação financeira e nem sempre a fazem mais eficientemente. Stiglitz menciona três outras instituições que desempenham esta função: 1) as empresas de capital de risco, especializadas em geral no suprimento de capital a indústrias ou localidades determinadas, com recursos levantados junto a grandes investidores institucionais; 2) as próprias empresas industriais, cujo relacionamento comercial reiterado com seus fornecedores e clientes lhes franqueia informações sobre estes últimos que as habilitam a tecer uma rede complexa de relações financeiras, tornando-as em alguns casos mais eficazes do que os próprios bancos nas tarefas de avaliação de riscos de crédito e de monitoramento dos devedores; 3) os conglomerados que, realocando fundos entre subsidiárias, funcionam

---

57. De acordo com Gertler (1988), o contraste entre a literatura tradicional sobre intermediação financeira e estes trabalhos mais recentes radica fundamentalmente no instrumental analítico utilizado. Temas já presentes nos estudos pioneiros de Gurley e Shaw, como as funções e a estrutura da intermediação financeira e suas mediações com as variáveis macroeconômicas, são focalizados agora à luz dos "avanços na metodologia". Gertler lembra que a maior parte destes trabalhos supõe a atuação eficiente dos intermediários financeiros, razão pela qual advogam uma política financeira liberal. Há autores (como Bhattacharya e Gale) que defendem uma política de seguro-depósito com base em modelos que atestam a eficácia das medidas de prevenção de crises de liquidez provocadas por pânico infundado dos depositantes. Subjacente a esta defesa, encontra-se a suposição da inexistência de mercados secundários perfeitos para os ativos das instituições financeiras pois, caso contrário, não haveria risco de iliquidez. Diversos autores, como Fama (1985) e Bernanke & Gertler (1987), chamam atenção para este aspecto ao localizarem a especificidade dos bancos não nos serviços de transação e liquidez que proporcionam aos depositantes mas na relativa concentração de seus ativos em "empréstimos intensivos em informação, isto é, títulos que não são comercializáveis porque altamente idiossincráticos e imperfeitamente colateralizados". Como veremos, o paradigma da economia das informações ressalta principalmente esta peculiaridade dos ativos bancários na influência da política monetária sobre o setor real.

como uma espécie de *mercado de capital interno* capaz de contornar deficiências dos mercados financeiros colocadas pelas imperfeições informacionais.<sup>58</sup>

As análises sobre as ineficiências dos mercados financeiros resultantes de problemas informacionais estendem-se, também, à exploração de suas implicações macroeconômicas. Greenwald & Stiglitz (1988a; 1988b), Greenwald, Stiglitz & Weiss (1984) e Blinder & Stiglitz (1983) derivam os ciclos econômicos a partir de modelos teóricos fundamentados microeconomicamente nas imperfeições de informação dos mercados financeiros. Contestando a centralidade concedida pelas teorias neoclássica e keynesiana à taxa de juros nas decisões de investimento<sup>59</sup> e também o argumento da armadilha da liquidez de Keynes como justificativa para a resistência à queda da taxa de juros a um patamar compatível com o montante de investimento de pleno emprego, estas análises enfatizam o impacto sobre as flutuações no nível do produto e do investimento provocado pelas variações na disponibilidade e no custo efetivo do capital associadas às imperfeições de informação nos mercados de empréstimos ou acionário. Greenwald, Stiglitz e Weiss (1984, pp. 195-6) vinculam as flutuações macroeconômicas às variações no custo marginal efetivo do capital argumentando que, sob a suposição confirmada pela experiência de que a emissão de ações pode transmitir uma sinalização adversa, este custo representa o custo marginal de endividamento, composto pela taxa de juros e pelo "aumento marginal no custo esperado de falência associado ao incremento da dívida", parcela esta que tende a crescer quando a firma se defronta com condições econômicas adversas não previstas. Por esta razão, o custo marginal efetivo do capital expõe-se a variações cíclicas mais intensas em comparação às taxas de juros de longo prazo ou ao preço das ações, revelando-se uma variável mais poderosa para explicar as amplitudes das oscilações cíclicas dos investimentos.<sup>60</sup>

Estas questões são retomadas e desenvolvidas em diversos trabalhos de Stiglitz. Em geral, seus modelos apóiam-se nas seguintes suposições: 1) a probabilidade de

---

58. Stiglitz ressalva que a eficácia na realocação do capital entre as empresas de um grupo econômico depende da existência de estruturas de controle que cerceiem simultaneamente os abusos por parte dos gerentes e as deseconomias de escopo (geradas pelo fluxo excessivo de informações entre empresas pertencentes a um mesmo conglomerado que atuam em áreas desconexas). Sem tais controles, este tipo de instituição extra-mercado, ao invés de atenuar, pode magnificar as falhas do mercado financeiro.

59. De acordo com Greenwald & Stiglitz (1988b), modelos econométricos mostram que as alterações nas taxas reais de juros são insuficientes para explicar as flutuações econômicas observadas.

60. Gertler (1988, p. 581) menciona que seu trabalho de 1986 com Bernanke extrai duas implicações das suposições de assimetria informacional e de correlação positiva entre nível de crescimento econômico e situação financeira do tomador de empréstimo: 1) a posição patrimonial do mutuário influencia o volume e o custo dos empréstimos que pode levantar; 2) a trajetória contra-cíclica do custo dos empréstimos amplifica as oscilações no produto e no investimento.

*default* dos que solicitam crédito é um parâmetro fundamental nas decisões dos fornecedores de crédito; 2) as firmas são avessas ao risco devido aos custos expressivos de falência, havendo uma relação inversa entre a base de capital próprio e a aversão ao risco -- o mesmo valeria para as instituições financeiras, cuja propensão a emprestar dependeria de sua posição financeira (por exemplo, do patrimônio líquido); 3) a assimetria de informação entre credor e devedor à respeito dos ativos e passivos e do comportamento deste último influencia a probabilidade e os efeitos de um *default*; 4) o nível de investimento é afetado mais pelas restrições na disponibilidade de crédito ensejadas pelas imperfeições de informação do que pelas taxas de juros (o mesmo valeria para o nível de produção -- vulnerável à repercussão destas imperfeições sobre o volume de crédito para capital de giro); 5) mesmo firmas com acesso ao crédito podem enfrentar elevação nos custos efetivos de capital (que não se reduzem à taxa de juros de longo prazo) devido ao aumento na probabilidade de *default* associada ao maior grau de endividamento; 6) as firmas sofrem restrições de financiamento também no mercado acionário, privando-se de uma importante vantagem desta fonte de capital, a saber, a repartição dos riscos; 7) a combinação de imperfeições no mercado de ações e no mercado de futuros para produtos torna arriscada qualquer decisão de produção devido ao *gap* temporal entre a contratação dos fatores de produção e a venda dos produtos finais; 8) a disponibilidade de crédito é um canal importante através do qual a política monetária pode ter efeitos adversos sobre o nível da produção e dos investimentos no curto prazo (diferentemente do que pregam as teorias monetaristas e keynesianas); 9) as restrições nos mercados acionário e de crédito embutem efeitos multiplicadores; 10) a função de oferta agregada depende não só dos preços dos fatores, mas também do montante de capital próprio das empresas (Greenwald & Stiglitz, 1988a e 1988b).

Com base nestas premissas, são sugeridas explicações para diversos fenômenos macroeconômicos que não estariam satisfatoriamente subsumidos pela teoria tradicional. Racionamento do crédito e aumento no custo de captação de recursos através da emissão de ações ou no custo marginal efetivo dos empréstimos ganham primazia na análise das flutuações macroeconômicas. Em primeiro lugar, o comportamento cíclico do investimento é associado por estes autores aos custos efetivos de capital que, devido às imperfeições das informações nos mercados de capitais, apresentam uma volatilidade cíclica maior *vis-à-vis* as taxas de juros.<sup>61</sup> Variações no

61. A teoria do investimento de Keynes é criticada por permanecer no registro neoclássico -- descurando os problemas de riscos (e da dificuldade de contorná-los) e de restrições no mercado de crédito (como o racionamento). Por sua vez, os argumentos do *animal spirits* e da armadilha da liquidez são insatisfatórios para explicar as variações no nível de investimento e a rigidez descendente das taxas de juros.

risco marginal de falência alteram as decisões das firmas, provocando o deslocamento da curva de oferta agregada. Segundo, a estreiteza do mercado primário de ações como fonte de financiamento das empresas resultaria da sinalização adversa que o recurso à emissão de ações transmite aos fornecedores de capital, induzindo-os a inferências pessimistas sobre a situação e perspectivas financeiras das empresas que deprimem seu valor.<sup>62</sup> Terceiro, a transmissão dos choques monetários ao setor real da economia se processa através dos efeitos sobre a disponibilidade de crédito bancário (e não através da taxa de juros, como defendia Keynes) -- quanto menor as reservas dos bancos, menor sua propensão a emprestar.<sup>63</sup> Por sua vez, o alcance limitado da política monetária na reativação da economia em períodos recessivos é atribuído basicamente não ao aumento na demanda especulativa por moeda mas à ampliação dos impactos adversos gerados pelas imperfeições de informação nos mercados de crédito -- nas recessões os bancos resistiriam ainda mais a emprestar e as firmas a tomar emprestado.

Quarto, a propagação e persistência dos efeitos dos choques (monetários ou reais) na economia são também debitadas às imperfeições dos mercados de capitais. A ocorrência de um choque durante o processo de produção (por exemplo, um aumento no preço dos insumos ou uma queda no preço do produto final) enseja perdas às firmas que são absorvidas pelo patrimônio líquido (capital próprio). Face às restrições de financiamento derivadas das imperfeições informacionais, a reposição do capital se dá gradualmente através da retenção dos lucros. Enquanto isto, as empresas contraem a produção e os investimentos para evitarem o aumento no risco de falência que a manutenção dos níveis anteriores implicaria numa situação de patrimônio líquido erodido. Ademais, o choque magnifica a incerteza e a assimetria de informações por sucatear o capital informacional acumulado pelos credores a respeito dos riscos de seus clientes. Os fornecedores de crédito (avessos a risco) podem reagir a esta maior incerteza combinando racionamento, termos contratuais mais duros (prazos menores, por exemplo) e rearranjos no portfólio (privilegiando ativos de menor risco, como títulos governamentais). O choque pode afetar também a demanda por investimentos até

62. Greenwald & Stiglitz (1988a, 1988b) censuram Keynes por negligenciar o papel das estruturas financeiras. Além de tratar ações e títulos de dívida como substitutos próximos, ignorando diferenças essenciais relativas a riscos que estas duas modalidades de financiamento implicam, Keynes privilegiaria as variáveis de fluxo, pouco se ocupando das variáveis de estoque (ativo e passivo das empresas).

63. De acordo com Blinder e Stiglitz (1983, p. 301) "é a posição singular dos bancos no sistema de crédito que fornece ao banco central tal poderosa alavanca sobre a economia real". A ênfase na oferta de crédito bancário como o canal através do qual a política monetária (reguladora do nível de reservas dos bancos) repercute sobre o lado real da economia repousa na suposição de que os ativos dos bancos, em contraste com seus passivos, não possuem substitutos perfeitos pois, como mencionado antes, concentram-se em empréstimos intensivos em informação e imperfeitamente colateralizados (ver Gertler, 1988, p. 579).

mesmo de firmas sólidas que disponham de crédito: incertezas maiores aumentam não apenas o próprio risco de falência, mas também o de seus fornecedores e compradores, criando o temor nas empresas que dispõem de crédito no presente de sofrerem restrições no futuro. Avessas ao risco de falência, as empresas antecipam este cenário reprimindo a demanda de crédito. As restrições no mercado acionário impedem a partilha destes riscos, que são tanto maiores quanto maior a produção. Visando diminuir a probabilidade de falência e de racionamentos creditícios futuros, as empresas reagem contraindo a produção e tornando-se mais líquidas (reduzindo estoques, por exemplo), uma vez que os bancos privilegiam a liquidez na avaliação de risco de seus clientes.

Quinto, a desproporção entre a intensidade do choque e a de seus desdobramentos é imputada à presença de externalidades relacionadas a informações. Reações ao choque (como tentativas generalizadas das empresas de se tornarem líquidas ou contração no volume de crédito que os bancos estão propensos a oferecer) carregam importantes efeitos multiplicadores. Redução nos estoques de matérias-primas ou restrições no crédito de algumas empresas, por exemplo, afetam a demanda e a probabilidade de falência de seus fornecedores que, por sua vez, repercutem sobre a probabilidade de falência de outros fornecedores que lhes concederam crédito. A conseqüente queda na demanda por investimento destes agentes repercute sobre a probabilidade de risco das empresas do setor de bens de capital, que reagem contraindo seus investimentos. Numa economia em recessão, estes efeitos multiplicadores podem incidir, também, sobre o custo efetivo do capital mesmo que a taxa de juros cobrada pelos bancos não cresça (através por exemplo da elevação da probabilidade de falência ou de restrições creditícias futuras). Se o mercado de ações for a única alternativa de financiamento, a firma pode enfrentar um maior custo efetivo de capital pois há a possibilidade de a recessão deprimir seus retornos esperados. Portanto, dado que os mercados de capitais são imperfeitos e as firmas são avessas ao risco, mudanças no patrimônio líquido e nos riscos do quadro econômico mais amplo afetam suas decisões de produção e investimento e podem amplificar os efeitos de perturbações geradas exogenamente.

Por último, as restrições financeiras causadas por informações imperfeitas esclarecem o motivo pelo qual as empresas no fundo da recessão não ampliam seus investimentos e estoques a despeito do baixo custo de oportunidade no uso dos fatores e do conhecimento dado pelas experiências anteriores de recessão acerca de sua amplitude

e periodicidade. O aumento marginal no risco de novos investimentos decorrente da redução do patrimônio líquido, cuja recomposição não pode se dar através do mercado acionário, desestimula simultaneamente os bancos a concederem empréstimos e os empresários a se endividarem.

Apoiado neste *background* teórico, Stiglitz (1989a, 1989b, 1990, 1992b) focaliza as razões da persistência de desigualdades no grau de desenvolvimento entre os países. Rejeitando a interpretação neoclássica sobre o *gap* no nível de renda *per capita* entre os países desenvolvidos e os menos desenvolvidos por julgá-la implausível empiricamente,<sup>64</sup> Stiglitz pressupõe heterogeneidade no acesso à tecnologia mais avançada e na disponibilidade de capital humano (portanto, curvas de produção distintas para os países) e na organização econômica, isto é, no modo como os agentes econômicos (ou os fatores produtivos que representam) se relacionam e nas instituições através das quais estas relações se processam -- como os mercados e os conglomerados, por exemplo. Justifica a ênfase na organização econômica com base na influência que esta exerce sobre a eficiência na alocação dos recursos. Stiglitz sustenta que um dos apanágios dos países menos desenvolvidos é a conjunção entre o menor desenvolvimento de seus mercados,<sup>65</sup> mais permeáveis a imperfeições (como restrições nos mercados financeiros, concorrência imperfeita, mercados incompletos -- ausência ou fragilidade de mercados futuros e de risco -- e ocorrência de *rents*) e a existência limitada de instituições extra-mercado habilitadas a enfrentar estas deficiências (como é o caso, por exemplo, das grandes empresas).

À luz desta perspectiva alternativa, o contraste na abrangência e profundidade das deficiências nos mercados financeiros entre os países ganha importância na compreensão da disparidade nos graus de desenvolvimento. Estas falhas, como visto anteriormente, têm origem sobretudo nas informações imperfeitas e custosas e nas dificuldades e custos de se assegurar o cumprimento dos contratos, e podem resultar em equilíbrios que não garantem, mesmo em mercados competitivos, a alocação eficiente dos fundos. O grau maior das imperfeições de informação nos mercados financeiros dos países em desenvolvimento (e, por conseqüência, a maior intensidade dos efeitos adversos que estas provocam) explica-se tanto pelas incertezas e riscos mais elevados

---

64. A teoria neoclássica imputa estas discrepâncias a diferenças nas dotações de fatores, isto é, a diferenças nas variáveis independentes da função de produção, suposta a mesma para todos os países e com retornos constantes.

65. Referindo-se aos mercados, Stiglitz (1992b, p. 196) assinala que o fato de nos países menos desenvolvidos "as instituições cuja função é assegurar que os recursos sejam alocados eficientemente não operam bem" constitui por si só uma verdadeira falha de mercado.

que tipificam estas economias (sujeitas a mudanças constantes) como pela debilidade do arranjo institucional para enfrentar as deficiências destes mercados -- expressa na menor escala das firmas e na precariedade das instituições incumbidas de partilhar riscos e de coletar, avaliar e difundir informações (1989a, p. 200).

Um canal importante através do qual as imperfeições mais acentuadas dos mercados financeiros nos países menos desenvolvidos contribuem para a ampliação do fosso que os separa das economias avançadas consiste no cerceamento que promovem nas possibilidades de crescimento das firmas engendradas pelo acesso a ganhos de escala e aos benefícios de pesquisa e desenvolvimento (P&D) ou de *learning by doing*. Não podendo dividir riscos via mercado acionário e tornando-se, por isto, mais avessas ao risco, as firmas limitam seus gastos de investimentos em P&D e em *learning by doing*. Estas duas modalidades de investimento encontram, ademais, dificuldade para serem financiadas via crédito uma vez que não geram uma contrapartida que sirva de colateral para reduzir o risco do prestador. Disto resulta um menor incremento da produtividade, dado que este incremento depende essencialmente das despesas com P&D e do *learning by doing*. Ocorrência de choques ou recessões reduzem ainda mais a propensão das empresas a investimentos nestas atividades, decisão que pode rebaixar de modo irreversível a trajetória de crescimento de longo prazo da economia.<sup>66</sup> Em suma, as imperfeições nos mercados financeiros privariam a maioria das empresas dos benefícios propiciados pelas economias de escala, pelo aprendizado e pela P&D: apenas as empresas com elevada capacidade de autofinanciamento -- raridade nos países em desenvolvimento -- estariam em condições de instalar plantas produtivas de grande porte, de investir em atividades de P&D (de retorno incerto e demorado) e de sustentar níveis elevados de produção pelo tempo necessário para que os benefícios do *learning by doing* se manifestem (e durante o qual os custos médios podem exceder o preço).

Para Stiglitz o contraste de sua análise com a literatura anterior sobre desenvolvimento econômico que também se debruçava sobre as deficiências dos mercados reside na ênfase que ele concede aos aspectos microeconômicos da alocação do capital. O antigo paradigma exploraria fundamentalmente a incapacidade do mercado de promover a acumulação de capital consistente sob uma perspectiva macroeconômica dinâmica, provendo legitimidade para o governo se encarregar da coordenação e planejamento dos investimentos e adotar políticas de *targeting* setorial.

66. Mais avessas ao risco em razão da queda no patrimônio líquido, as empresas encurtam o horizonte temporal de suas estratégias visando melhorar seu *cash flow* corrente e diminuir a probabilidade de falência. Para isto, cortam gastos cujos efeitos têm repercussão apenas no longo prazo, como com P&D e *learning* (Stiglitz, 1992b, p. 218).

Este *approach*, de acordo com Stiglitz, negligenciava a importância do gerenciamento microeconômico dos investimentos (não se detendo em questões como a escolha dos melhores projetos e dos gerentes mais competentes e a criação de mecanismos de incentivo ao desempenho), além de ignorar o planejamento empreendido nas empresas privadas. A ótica do equilíbrio geral subjacente a estas interpretações visualizaria apenas a dependência do crescimento econômico ao volume da poupança, turvando a relevância da eficiência com a qual esta é alocada. As prescrições de política fundamentadas nesta concepção teórica equivocada traduzir-se-iam, destarte, em baixos retornos nos investimentos e em elevadas taxas na relação incremental entre capital e produto.<sup>67</sup>

O modelo neoclássico padrão é, também, descartado para a análise dos países em desenvolvimento pois a extensão e a gravidade dos problemas de natureza informacional que os afetam levam ao paroxismo o grau de irrealismo do pressuposto de mercados financeiros perfeitos. Este tipo de modelo faz abstração de traços essenciais que caracterizam estas economias como os problemas de seleção (diferenças na qualidade dos projetos e dos gerentes), de incentivo (divergências de interesse entre acionistas e administradores e a possibilidade destes não visarem exclusivamente a maximização do valor esperado da firma) e de cumprimento dos contratos.

Stiglitz afasta-se, ainda, da teoria da repressão financeira e de suas recomendações de política ponderando que, na ausência de regulamentações prudenciais e de supervisão das autoridades monetárias, taxas de juros elevadas ou concorrência excessiva entre instituições financeiras, ao elevar a probabilidade de falência destas instituições, podem afetar negativamente a poupança financeira dos indivíduos. Diferentemente, regulamentações que mantenham baixas as taxas de juros de empréstimos têm como resultado provável o aumento nos lucros das firmas, induzindo-as a assumirem riscos maiores e a se endividarem, com efeitos multiplicadores benéficos no longo prazo. Além do aumento na poupança das empresas, o rebaixamento das taxas de juros de empréstimo pode elevar a poupança individual desde que seja repassado para as taxas de depósito pagas pelos bancos, uma vez que assim estes não sofreriam um impacto financeiro adverso (caso este repasse não ocorra, pode-se colocar em risco a solidez financeira dos bancos, levando os indivíduos a não alocarem suas poupanças nestas instituições).

---

67. Para realçar a originalidade de sua análise, Stiglitz comete alguns exageros e distorções na reconstituição da teoria que visa superar. Basta lembrar a preocupação da CEPAL com a avaliação dos projetos e com o treinamento de técnicos para exercer esta e outras funções.

Demarcadas suas diferenças com *approachs* alternativos, Stiglitz examina os mecanismos de alocação de capital à luz da eficiência com que tratam dos problemas relacionados à seleção, ao monitoramento e aos incentivos sobre o comportamento dos clientes. Confronta três alternativas de financiamento: emissão de ações, empréstimos de curto prazo e de longo prazo. A primeira fonte apresenta a vantagem de reduzir a probabilidade de falência das firmas pois permite a repartição dos riscos e não implica compromissos financeiros fixos. Ademais, mostra-se socialmente superior ao endividamento em períodos de recessão porquanto, devido à divisão de riscos, é menos provável que as firmas reajam com cortes na produção ou nos investimentos. Em contrapartida, esta forma de financiamento pode implicar um custo elevado e ao mesmo tempo embotar o incentivo para que os gerentes se esforcem (os efeitos de seleção e incentivo adversos, respectivamente). No julgamento de Stiglitz (1989b), as desvantagens desta fonte de capital devem exceder os benefícios mesmo nos países desenvolvidos e, *a fortiori*, nos países menos desenvolvidos, onde os mercados secundários são menos desenvolvidos (reduzindo, portanto, as vantagens decorrentes da liquidez dos papéis), a fiscalização das autoridades é mais frouxa e os procedimentos contábeis menos precisos. Por estas razões, conclui que "esperanças de levantar quantias substanciais de capital através desta forma nos países menos desenvolvidos não me parecem razoáveis".

Quanto aos empréstimos de curto prazo, a possibilidade de não renová-los confere ao credor um poder notável de monitorar os devedores, colocando-os sob "rédeas curtas". No que se refere aos incentivos a quem toma o empréstimo, há um efeito positivo sobre o empenho (sua remuneração é dada pelo lucro, sendo os juros uma obrigação fixa) e outro negativo sobre o risco, que se manifesta apenas em circunstâncias de ameaça de falência. A emissão de *bonds* fica numa posição intermediária em relação às outras duas formas de financiamento. Revela-se especialmente adequada para estratégias de longo prazo já que o fornecedor de fundos não tem como exigir o repagamento quando o comportamento da empresa não lhe agrada. Este menor poder de controle pode, contudo, induzir à inferência de que os emissores de *bonds* não apresentam perspectivas favoráveis. Com base nestas considerações, Stiglitz (1989b) conclui que as empresas nos países menos desenvolvidos devem confiar fundamentalmente no crédito bancário para satisfazer suas necessidades de financiamento. Às autoridades econômicas dos países em desenvolvimento recomenda que, ao invés de imitarem os mercados financeiros dos países mais desenvolvidos, concentrem seus esforços na adaptação "à realidade de que

(estes mercados) mais provavelmente, senão necessariamente, funcionarão de modo precário em seus países".

As imperfeições de informação podem fornecer uma *rationale* para intervenções governamentais nos mercados financeiros pois economias com este tipo de falha de mercado são quase sempre Pareto-ineficiente.<sup>68</sup> Em particular, estas imperfeições dão condições para justificar a adoção de uma política industrial baseada no tratamento creditício preferencial. Por exemplo, o argumento dos adeptos do livre comércio contra a proteção das indústrias nascentes perde sustentação se houver restrições ao crédito. O raciocínio de que se o empreendimento pioneiro for efetivamente bom e apresentar potencial para num prazo apropriado adquirir vantagens comparativas via *learning by doing* então eventuais prejuízos neste período intermediário podem ser financiados através de empréstimos bancários que, por sua vez, seriam resgatados a partir do momento em que os benefícios do aprendizado comesçassem a se manifestar é invalidado se o suposto de livre acesso ao crédito subjacente a este raciocínio de equivalência intertemporal não se concretizar (1992b, pp. 216).

Todavia, a despeito da possibilidade de sua intervenção elevar o bem estar social, o governo não estaria, na opinião de Stiglitz, melhor posicionado que o mercado para enfrentar os problemas de informações imperfeitas. Este economista alerta que o desempenho do governo na alocação e monitoramento dos recursos financeiros pode até ser pior devido tanto à plasticidade nos critérios de avaliação das propostas de solicitação de crédito (o véu de finalidades sociais ou regionais pode acobertar favorecimentos privados escusos) como à maior capacidade de absorver no curto prazo o malogro de projetos individuais. Para Stiglitz, ingerências do governo nas questões financeiras devem circunscrever-se a casos em que, além da discrepância notória entre retornos sociais e privados, seja baixo o risco de insucesso na elevação do bem estar social. Vendo mercados e governo não como substitutos e reconhecendo o vigor e os limites de ambos, este autor contempla para o governo um papel ativo, ainda que subordinado, na configuração do sistema financeiro. O estado poderia contribuir para a superação das restrições de financiamento à produção e aos investimentos patrocinando o desenvolvimento institucional (através da criação, aperfeiçoamento e utilização dos mercados, ou através de incentivos para o surgimento de instituições extra-mercado que contornem as falhas de mercado) ou enfrentando determinadas externalidades de

---

68. Com imperfeições nos mercados, pode haver discrepância entre retornos marginais sociais e privados e a economia não ser, portanto, Pareto ótimo, havendo espaço para intervenção governamental (Greenwald & Stiglitz, 1988b, p. 153).

informação através de subsídios e impostos.<sup>69</sup> Sob determinadas circunstâncias, considera conveniente ações governamentais que restrinjam a concorrência entre as instituições financeiras porquanto um patrimônio líquido maior pode resultar em mais empréstimos e em menor aversão ao risco -- possibilitando o financiamento de projetos de retorno esperado mais elevado. Todavia, para Stiglitz, a contribuição mais importante do governo na atenuação dos impactos adversos sobre a economia provenientes das falhas nos mercados financeiros consiste na manutenção da estabilidade macroeconômica, sem a qual as imperfeições de informação potenciam as incertezas, engendrando desdobramentos desastrosos sobre o nível da produção e dos investimentos, a capacidade e propensão a conceder e a tomar empréstimos, a saúde financeira dos bancos e das empresas, e a poupança familiar e das empresas.

### 7. Da repressão financeira ao colapso financeiro: a reflexão de Diaz-Alejandro

Em um artigo de 1985, Diaz-Alejandro detém-se na análise do colapso financeiro dos países do Cone Sul, cujos governos haviam imprimido uma orientação *laissez-faire* na organização do sistema financeiro no final da década de setenta. Atento às implicações das imperfeições de informação sobre o funcionamento dos mercados financeiros e sobre o comportamento dos agentes (refere-se explicitamente ao artigo de Stiglitz & Weiss de 1981 sobre racionamento de crédito), este autor reconstrói de modo estilizado as tentativas de desregulamentação financeira destes países e examina arranjos alternativos de estruturação do sistema financeiro, sugerindo um programa eclético de reformas.

Na visão de Diaz-Alejandro, os desastres financeiros que emergem entre 1981 e 1983 no Chile derivam essencialmente da natureza da desregulamentação financeira -- negligente com as imperfeições inerentes aos mercados financeiros -- encetada a partir de meados da década anterior. As reformas financeiras liberalizantes envolveram o retorno ao setor privado dos bancos comerciais (alguns dos quais transferidos através de arranjos creditícios generosos), a supressão dos tetos nas taxas de juros, a redução no percentual de reservas compulsórias e a permissão para a formação de bancos múltiplos. Pouca importância foi dada à avaliação da idoneidade dos novos

---

Stiglitz & Weiss (1981, p. 408) mostram que interferências governamentais de diversos tipos podem conduzir a melhoras paretianas na alocação do crédito.

69. Dado que os investimentos, a propensão ao risco e a capacidade de endividamento das empresas são condicionados, devido às imperfeições de informação, pelo volume dos ganhos retidos (que podem servir de colateral), é preferível uma política tributária que taxe mais a distribuição do que a retenção dos lucros.

controladores das instituições financeiras, cujas operações estavam, ademais, desembaraçadas de regulamentações e de supervisão efetivas das autoridades econômicas. Estas reiteravam insistentemente o compromisso de eximir-se de qualquer tipo de socorro financeiro a depositantes, bancos e credores externos em caso de inadimplência, iliquidez ou falência. A ameaça de insolvência de um importante banco em 1977, entretanto, suscita a intervenção do governo que garante os passivos sob o pretexto de evitar o comprometimento da credibilidade das instituições financeiras no país e no exterior que uma solução de mercado poderia gerar. Este precedente induziria à percepção generalizada de que tacitamente o estado afiançava os depósitos nos bancos domésticos e os empréstimos externos ao setor doméstico privado.

A tentativa de suprimir as distorções e ineficiências da repressão financeira legada do período Allende através da liberalização do sistema financeiro resultaria em taxas de juros reais e nominais elevadas,<sup>70</sup> estimulando o influxo de capitais externos. O endividamento externo seria acelerado com a mudança no regime cambial iniciada em fevereiro de 1978 com a política de pré-fixação da variação da taxa de câmbio, seguida do congelamento desta taxa em julho de 1979 e do afrouxamento nos controles sobre o fluxo de capital com o exterior. Não se efetivando no *timing* adequado a convergência das taxas de câmbio e de juros domésticas com as taxas internacionais, criou-se um círculo vicioso entre ingresso desmesurado de recursos externos e apreciação cambial que, corroendo a competitividade das empresas industriais e agrícolas do setor de *tradeables*, provocaria a inadimplência destas junto ao sistema bancário. O agravamento da situação econômica internacional a partir do final de 1981, e em particular a crescente resistência dos bancos de manterem os fluxos de crédito aos países em desenvolvimento, forçaria o fim do regime de taxa cambial fixa em junho de 1982. A desvalorização cambial acelerada associada à queda de 14% no PNB neste ano deterioram a situação financeira dos devedores em moeda estrangeira. Não fosse o socorro financeiro e a intervenção do Banco Central, já em curso desde 1981 mas que se aprofunda na segunda metade de 1982, os bancos, as *financieras* e outros intermediários financeiros seriam arrastados à insolvência generalizada.<sup>71</sup> Como ressalta Diaz-Alejandro (p. 10), "*ex post* revelou-se que o setor público, incluindo o Banco Central, havia acumulado um montante explosivo de passivos contingentes junto tanto a agentes estrangeiros como domésticos, que possuíam depósitos no, ou concederam empréstimos ao raquítico setor financeiro doméstico". A despeito do tão

---

70. Entre 1976 e 1982, a média das taxas anuais de juros reais para os empréstimos de curto prazo foi de 32%.

decantado ajuste fiscal do setor público (o orçamento foi superavitário em 1981 e ligeiramente deficitário no ano seguinte), esta *dívida pública oculta* poderia ser monetizada caso o colapso do sistema financeiro não fosse barrado por procedimentos extra-mercado. O processo de desorganização financeira culminaria em janeiro de 1983 com a intervenção *ad hoc* do governo em dez bancos (três dos quais foram liquidados), desencadeando a reação de seus antigos proprietários que denunciaram motivações políticas e interesses de grupos econômicos rivais por trás destas medidas do Banco Central e da Superintendência dos Bancos.

De acordo com Diaz-Alejandro, o endividamento interno e externo excessivo do setor privado e a concessão de empréstimos indevidamente arriscados foram impulsionados pela ausência de mecanismos efetivos para as autoridades econômicas exercerem o controle e a supervisão dos portfólios dos bancos -- apenas em 1981, quando os sintomas da crise financeira já se manifestavam é que a Superintendência de Bancos passa a exercer de fato a função regulamentadora -- e pela garantia implícita, efetivada *ex post*, de que o governo honraria os depósitos domésticos e os empréstimos externos ao setor privado.<sup>72</sup>

Neste contexto, a liberalização financeira engendraria, também, a concentração do poder econômico e financeiro num círculo restrito de conglomerados econômicos com empresas afiliadas no setor produtivo e financeiro, convertendo-os em protagonistas importantes da instabilidade que marca o sistema financeiro deste período.<sup>73</sup> Supunha-se que estes grandes grupos econômicos, além das economias de escala, alavancariam a intermediação dos empréstimos externos e promoveriam a alocação mais eficiente do crédito (contornando em parte problemas de natureza informacional). O controle de um banco facilitava ao conglomerado o acesso não apenas ao crédito doméstico mas também aos empréstimos externos uma vez que cerca de metade da dívida externa privada havia ingressado no país via bancos domésticos. O viés dos conglomerados para o endividamento e "auto-empréstimo" exagerados levaria o governo, porém, a restringir em 1981 a parcela dos empréstimos dos bancos a empresas pertencentes ao mesmo grupo -- limite burlado seguidamente por diversos artifícios. Ademais, alguns conglomerados teriam recorrido a transações fictícias de

---

71. A proporção dos ativos inadimplentes dos bancos em relação ao montante de capitais e reservas salta de 11% em dezembro de 1980 para 113% em maio de 1983.

72. Até 1982, a dívida externa chilena apresentava a peculiaridade de ter uma grande parcela contratada diretamente pelo setor privado sem o aval explícito *ex ante* do governo. Esta parcela privada seria incorporada, entretanto, ao reescalonamento da dívida externa negociada entre o estado chileno e os bancos credores internacionais.

suas ações para elevar artificialmente o preço com o objetivo de ampliar o montante de colateral para lastrear empréstimos e de atrair novos recursos para os fundos mútuos que administravam.

A crise financeira, ao promover a subversão das regras de mercado e a prevalência da ação discricionária, e por vezes insondável, do governo, potencializou a transgressão de direitos de propriedade e a redistribuição arbitrária de riqueza pelas autoridades econômicas, que detinham a prerrogativa de gerir e arbitrar os termos segundo os quais o emaranhado das relações de débito e crédito dos bancos e empresas seria enfrentado. O modo com que o governo enfrentou a crise deixou, nas palavras de Diaz-Alejandro (p. 17), "muitas entidades econômicas não sabendo quem possui o quê, ou quem deve o quê para quem, circunstâncias nada ideais para encorajar o renascimento do investimento privado".

Cotejando a experiência chilena com as reformas financeiras também de corte liberalizante adotadas no mesmo período na Argentina e no Uruguai, Diaz-Alejandro extrai diversas constatações. Primeiro, a impraticabilidade de uma organização estritamente *laissez faire* do sistema financeiro nos países em desenvolvimento, onde é generalizada a convicção de que, sob circunstâncias financeiras adversas, os depósitos bancários e os empréstimos externos ao setor privado serão garantidos pelas autoridades monetárias, mesmo inexistindo qualquer compromisso formal neste sentido. Esta convicção acaba por se confirmar pois, além de se traduzirem em pressões políticas e econômicas difíceis de serem neutralizadas, o governo quer preservar a confiança interna e externa no sistema financeiro doméstico. Segundo, regulamentação e monitoramento frouxos em combinação com garantias implícitas ou explícitas de *bail out* do governo incentivam os intermediários financeiros a um comportamento mais arriscado; na outra ponta, os tomadores aceitam taxas de juros reais exorbitantes com a expectativa ou de que elas logo caíam ou de que o governo os socorra. Portanto, é improvável que as taxas de juros reais resultantes da liberalização financeira sejam socialmente ótimas. Terceiro, a associação íntima entre empresas produtivas e instituições financeiras através do cruzamento acionário em economias com mercados não muito desenvolvidos e mais expostos a problemas informacionais, ao magnificar o poder oligopólico, pode resultar em endividamento privado excessivo e arriscado e na alocação ineficiente do crédito (concentrado nas empresas afiliadas). Quarto, a

---

73. Em 1982, os dois maiores conglomerados controlavam os dois maiores bancos comerciais privados e os mais importantes fundos mútuos, fundos de pensão de companhia privada e seguradoras.

desregulamentação das taxas de juros e das operações das instituições financeiras não garante o alongamento dos prazos de empréstimo e tampouco o fortalecimento do mercado de títulos e ações, podendo até mesmo dismantelar mecanismos de intermediação financeira de longo prazo anteriormente sustentados pelo governo -- como ocorreu no sistema de financiamento habitacional no Chile. Quinto, embora muito provavelmente eleve a poupança financeira, a liberalização financeira e as altas taxas de juros não ampliam necessariamente a poupança doméstica. Esta divergência pode ocorrer devido, por exemplo, ao incremento do influxo de capital externo e a transferência da administração do sistema securitário do governo para as instituições financeiras privadas. Sexto, não há evidência de que a desregulamentação do setor financeiro amplie o montante e a eficiência dos investimentos. Sétimo, rigidez na taxa nominal de câmbio (decorrente da adoção de um regime de taxas fixas ou pré-fixadas) conjugada ao afrouxamento dos controles cambiais pode desencadear ineficiências microeconômicas e instabilidade macroeconômica caso empresas e bancos domésticos e credores internacionais sejam induzidos ao *moral hazard*. Além disto, a inflexibilidade da política cambial dificulta e prolonga o ajuste a desequilíbrios na conta corrente e de capitais do balanço de pagamento.

Tendo como moldura estas balizas sugeridas pelas experiências dos países do Cone Sul, Diaz-Alejandro delinea uma proposta de organização do sistema financeiro que tenta escapar simultaneamente da instabilidade intrínseca de um regime de *laissez-faire* extremo e das ineficiências associadas à repressão financeira (como taxas de juros reais persistentemente negativas, imposto inflacionário elevado, etc). A reforma financeira esboçada apresenta um formato eclético, combinando a participação de instituições privadas e públicas em mercados financeiros regulamentados e monitorados pelas autoridades oficiais. Em primeiro lugar, dada a renitência do processo inflacionário nas economias latino-americanas, um sistema financeiro confiável e minimamente justo pressupõe a existência de um ativo financeiro líquido e seguro com rendimento real próximo de zero que possa servir como reserva de valor (por exemplo, uma caderneta de poupança indexada). Sob inflações moderadas, a oferta deste ativo desestimula a demanda por moeda estrangeira, embora apresente o inconveniente de reduzir a demanda por moeda doméstica. Para Diaz-Alejandro, as aplicações neste ativo devem ser cobertas por mecanismos explícitos de seguro-depósito e os ativos dos intermediários financeiros financiados com este tipo de passivo devem ser estritamente regulamentados e monitorados pelo banco central. Para evitar que esta prerrogativa das autoridades regulamentadoras deslize para o controle da alocação de todo o crédito, o

autor considera imprescindível que existam ativos financeiros alternativos menos regulamentados, emitidos por instituições privadas ou instituições públicas descentralizadas, e que o próprio banco central e os bancos públicos sejam supervisionados pelo Congresso.

Segundo, os intermediários operando com ativos financeiros mais arriscados seriam menos regulamentados e desprovidos do amparo de seguro-depósito governamental, tendo que cumprir, contudo, requisitos quanto a capital mínimo e publicações de informação. Em razão das barreiras legais e de capital à entrada, este segmento teria os *spreads* entre as taxas de juros passivas e ativas monitorados pelas autoridades financeiras -- as taxas de juros seriam, a princípio, livres. Terceiro, para cercear a emergência de poder oligopólico, notadamente quando os mercados são pouco desenvolvidos, a regulamentação deve dificultar ou mesmo proibir a formação de conglomerados enfeixando empresas produtivas e financeiras ou a participação concomitante em conselhos diretores nestas duas classes de empresa.

Quarto, a existência de intermediários financeiros públicos atuando ao lado de instituições privadas justifica-se por diversas razões. Diaz-Alejandro recomenda a formação de bancos públicos de desenvolvimento porquanto dificilmente os mercados privados de crédito ou acionário cobrem as necessidades de financiamento dos investimentos de longo prazo de elevado retorno social. A liberalização das taxas de juros seria inócua para quebrar a resistência do setor privado a exercer este papel: prêmios de risco elevado são insuficientes para compensar as enormes incertezas que, nas economias latino-americanas, povoam horizontes temporais mais longos. O suporte público de capital a juros razoáveis pode-se revelar uma alternativa mais eficiente *vis-à-vis* as tarifas ou outros instrumentos protecionistas na promoção de indústrias nascentes ou de atividades não-tradicionais. A experiência com bancos públicos de desenvolvimento (que na América Latina remonta aos anos 40) aponta porém dois pressupostos para seu funcionamento eficiente: controles políticos externos e taxas de juros não muito distanciadas do "custo sombra de oportunidade do capital", ambos mais fáceis de serem cumpridos se os bancos forem de menor porte. Além do suprimento de crédito de médio e longo prazo, os intermediários financeiros públicos descentralizados podem contribuir para melhorar os termos de captação e a eficiência no uso dos recursos externos, e para sinalizar taxas de juros e *spreads* (tornando menos instáveis as taxas e fornecendo uma referência, seus custos administrativos, para vigiar e punir o poder de mercado excessivo das instituições privadas).

Quinto, a política cambial deve combinar *targets* nas taxas reais de câmbio (em contraste com as experiências chilena e argentina de perseguir *targets* nominais) com controles sobre os fluxos financeiros internacionais de curto prazo e limitações à livre conversibilidade. Além de visar fluxos externos adequados de bens, serviços e de investimento direto, a administração do nível das taxas reais de câmbio deve evitar que as restrições à conversibilidade se tornem muito operantes, impedindo a emergência de ineficiências e arbitrariedades potencialmente associadas a elas. A manipulação cambial pode sobrevir, entretanto, mesmo na ausência de restrições à conversibilidade, através de taxas de juros exageradamente altas -- como demonstram os exemplos chileno e argentino. Por sua vez, restrições aos fluxos financeiros externos são necessárias tanto para evitar desequilíbrios macroeconômicos como para atenuar imperfeições nos mercados financeiros domésticos e internacionais -- por exemplo, problemas de *moral hazard*, seguro governamental implícito do endividamento externo e divergências entre custos sociais e privados, e racionamento da oferta internacional de crédito. Junto a controles diretos, expedientes tributários podem ser usados para coibir o influxo de capital especulativo. A livre conversibilidade na conta de capital implica a renúncia ao imposto inflacionário incidente sobre a moeda nacional, sendo factível apenas em economias onde o sistema financeiro seja ou muito desenvolvido ou muito rudimentar. Por último, orçamentos fiscais razoavelmente equilibrados numa perspectiva intertemporal e taxas inflacionárias moderadas e estáveis constituem condições necessárias mas não suficientes para o funcionamento adequado do sistema financeiro (e para a estabilidade macroeconômica).<sup>74</sup> Não obstante, dada a complexidade e a persistência do processo inflacionário nas economias latino-americanas, não se pode negligenciá-lo na elaboração dos arranjos e das políticas financeiras.

## 8. As revisões de McKinnon nos anos 80

Os resultados desastrosos das experiências de liberalização financeira na Argentina, Chile, Uruguai, Turquia e Sri Lanka no final da década de 70 e início dos anos 80 forçariam a reformulação do paradigma da repressão financeira. Nestes países latino-americanos, a desregulamentação das taxas de juros e a privatização dos bancos comerciais, que compunham a estratégia governamental de promover a estabilização através da ampla liberalização dos mercados, implicariam taxas de juros reais abusivas e expansão desmesurada do endividamento externo, compelindo o governo a intervir para evitar o colapso financeiro de bancos e empresas. À luz destes acontecimentos,

---

74. No Chile, por exemplo, o orçamento fiscal foi superavitário entre 1979 e 1981 e em 1982 o déficit foi de 2,4% do PIB

McKinnon debruça-se sobre os riscos potenciais que a liberalização financeira embute, conferindo uma atenção maior à "ordem na qual o sistema monetário é estabilizado em comparação com o passo da desregulamentação dos bancos e de outras instituições financeiras" (1988a, pp. 9-10). Na tentativa de preservar a idéia anterior de que a liberalização financeira e a manutenção de taxas de juros reais significativamente positivas favorecem o crescimento econômico dos países menos desenvolvidos (devido à alocação mais eficiente do capital escasso), o autor recorre ao *approach* da Economia das Informações e dos Incentivos (mais especificamente ao artigo de Stiglitz & Weiss de 1981) para elaborar teoricamente as razões do insucesso destas experiências.<sup>75</sup> Devido às imperfeições de informação, o aumento nas taxas de juros reais em mercados financeiros imaturos dominados por instituições bancárias pode engendrar problemas de seleção de risco adversa dos tomadores de empréstimos e, na presença de mecanismos formais ou tácitos de seguro-depósito desacompanhados da supervisão pelas autoridades financeiras, incentivar um comportamento *moral hazard* dos bancos quando houver instabilidade macroeconômica. A liberalização financeira torna-se arriscada em circunstâncias macroeconômicas instáveis pois há uma redução na taxa real de juros que é socialmente ótima.

Suas reflexões partem do confronto entre o sucesso das experiências financeiras do Japão (entre 1952 e 1972), Formosa (nos anos 60 e 70) e Coréia (anos 80) e o fracasso dos países do Cone Sul (especialmente Chile antes de 1982). O traço distintivo reside no *timing* e na abrangência com que estes países conduziram a desregulamentação bancária -- lenta e cautelosa naqueles três países asiáticos e descontrolada e ampla nos países latino-americanos. No caso japonês, por exemplo, foi decisivo para o êxito do processo de liberalização financeira a seqüência adotada em sua implementação e os controles exercidos pelas autoridades econômicas. Tendo como base a estabilidade do nível geral de preços, a manutenção de taxas de juros reais elevadas e o crescimento do sistema financeiro viabilizaram-se sem o transtorno de taxas de juros nominais excessivas.<sup>76</sup> Apenas quando o desenvolvimento do setor não-

---

(McKinnon, 1988a, p. 29).

75. Esta exposição sobre as mudanças no pensamento de McKinnon baseia-se em dois artigos seus de 1988. Ambos parecem ser uma tentativa de adaptar o paradigma da repressão financeira para enfrentar os acontecimentos dos países do Cone Sul que haviam sido focalizados detalhadamente pelo artigo de 1985 de Diaz-Alejandro acima revisitado. O elenco de questões teóricas e históricas discutidas nos dois artigos de McKinnon (as imperfeições de informação nos mercados financeiros e os problemas de *moral hazard* que ensejam, os riscos potenciais de desdobramentos macroeconômicos e microeconômicos adversos provocados pela liberalização financeira, o experimento fracassado de desregulamentação financeira no Chile) sugere que foram influenciados pela análise crítica do autor argentino.
76. McKinnon refuta que durante o período de rápido crescimento econômico no Japão tivesse havido de fato repressão financeira, ressaltando que os tetos impostos pelo governo nas taxas de juros evitaram que estas crescessem

bancário atingiu um certo grau (com a expansão dos mercados primários de *securities* e das operações das companhias de seguro e de financiamento e dos investidores institucionais), o governo encetou o afrouxamento no controle das operações dos bancos comerciais. Estes, ademais, não funcionaram como caixas de ressonância de instabilidades derivadas do setor externo: não sendo um canal importante de ingresso de recursos externos, ficaram imunes aos riscos potenciais de variação cambial. Além de controlar as taxas de juros e o endividamento externo, as autoridades monetárias japonesas monitoraram a composição da carteiras de ativos dos bancos comerciais.

Distintamente, a desregulamentação do sistema bancário no Chile (privatização e supressão dos tetos nas taxas de juros) deu-se num cenário que combinava instabilidade macroeconômica e mercados financeiros pouco desenvolvidos controlados por bancos que escapavam ao monitoramento e à supervisão efetivos do banco central. As taxas de juros reais elevadíssimas que se seguiram promoveram, devido ao grande diferencial *vis-à-vis* as taxas externas, o influxo massivo de capitais externos e o crescimento desmesurado da dívida externa e reforçaram, conseqüentemente a sobrevalorização cambial, deprimindo a rentabilidade das empresas industriais e agrícolas do setor de *tradeables* e levando-as à inadimplência junto ao sistema bancário que seria arrastado à insolvência generalizada. De acordo com o relato de McKinnon, o aumento abusivo das taxas de juros engendrou a seleção de risco adversa dos tomadores de empréstimos e, dada a incompetência ou a incapacidade do governo de exercer a supervisão sobre a qualidade destes empréstimos, incentivou o comportamento *moral hazard* dos bancos -- que acumularam em suas carteira montantes elevados de empréstimos ruins.

A responsabilidade maior sobre a instabilidade que marca o sistema financeiro chileno deste período caberia à atuação dos grandes conglomerados econômicos, cujo controle sobre as instituições financeiras domésticas associado aos vínculos com as empresas e bancos internacionais os transformam no principal veículo de intermediação dos empréstimos externos. Dadas as restrições legais de assumirem diretamente os riscos cambiais, os bancos repassavam os empréstimos captados a taxas de juros baixas no exterior para as empresas não-financeiras de seus respectivos conglomerados. Estas, por sua vez, reemprestavam em moeda doméstica e a taxas de juros elevadas o passivo

---

exageradamente sem que, entretanto, implicassem taxas reais baixas ou negativas. Este economista afirma (1988a, p. 17) que, deflacionadas pelo IPA e corrigidas para incorporar os efeitos das exigências de saldos compensatórios impostas aos tomadores de empréstimos, as taxas de juros efetivamente pagas pela indústria ao sistema financeiro "refletiram quase precisamente o 'verdadeiro' preço da escassez do capital na economia".

captado em dólar -- assumindo portanto o risco cambial. Deste modo, em 1980 e 1981 os grandes conglomerados concentram seus esforços na captura de ganhos não-operacionais (possibilitada pelo *spread* entre as taxas de juros domésticas e internacionais), ainda mais que a apreciação cambial e os juros domésticos, ao reduzir a competitividade internacional, deprimiam os ganhos operacionais. Parte considerável dos lucros contabilizados revelar-se-ia, entretanto, fictícia em 1981 e 1982 pois a recessão internacional e a defasagem cambial impediram que as empresas resgatassem seus empréstimos, frustrando as expectativas otimistas dos intermediários financeiros que, motivados pelas elevadas taxas reais de juros, haviam concentrado sua carteira de ativos em empréstimos arriscados. À onda de *default* das empresas não-financeiras segue-se em 1982 e 1983 a falência dos seus credores, bancos e conglomerados, que receberiam assistência financeira do governo sob a justificativa de não prejudicar os poupadores domésticos e os credores internacionais. Com o colapso financeiro deste período, o sistema bancário retornaria à propriedade estatal.

A primeira lição que McKinnon extrai do confronto destas experiências é que a desregulamentação do sistema financeiro deve ser precedida do equilíbrio fiscal e da estabilidade no nível de preços. Sob inflação alta e incerta, a liberalização plena do sistema bancário resulta em taxas de juros reais excessivamente altas, deflagrando os problemas de seleção e incentivos adversos. A adoção de políticas monetárias ortodoxas de combate à inflação (aperto monetário) contribui para agravar estes problemas. Um segundo pressuposto é a existência de uma estrutura de regulamentação e de supervisão das atividades das instituições financeiras. O desenho de uma regulamentação adequada do sistema financeiro nos países em desenvolvimento é dificultada, contudo, pela predominância do setor bancário e pela maior instabilidade macroeconômica. Embora a função monetária dos bancos recomende o primado da segurança na definição da estrutura regulatória do sistema financeiro, sua outra função de intermediação financeira, que implica inevitavelmente ações mais arriscadas, pode ser prejudicada por esta orientação.

De acordo com McKinnon, o raciocínio de Stiglitz & Weiss (de que para evitar problemas de seleção adversa os bancos podem operar a taxas de juros inferiores àquelas que os tomadores estejam dispostos a pagar) supõe, entre outras premissas, estabilidade macroeconômica, um número suficientemente grande de tomadores de empréstimos e regulamentação e supervisão que impeçam a concentração dos empréstimos em poucos tomadores. Neste contexto, as taxas esperadas de retorno dos

projetos são estatisticamente independentes entre si e não há incentivos para que os bancos adotem um comportamento mais arriscado -- isto é, mesmo sem regulamentações oficiais, a estratégia ótima dos bancos não envolve *moral hazard*. Caso houver instabilidade macroeconômica que torne os rendimentos esperados dos projetos mais voláteis e positivamente correlacionados entre si, bancos e tomadores podem ser induzidos a comportamentos mais arriscados. Supondo inicialmente que os bancos sejam compelidos pelo arcabouço oficial de regulamentação e supervisão a adotar um comportamento neutro em relação ao risco, uma maior instabilidade macroeconômica provavelmente reduz a taxa de juros real que é ótima para o banco pois amplia o problema de seleção de risco adversa. Ademais, a covariância positiva entre os rendimentos dos projetos cria uma variância estocástica no lucro do banco que o leva a reduzir ainda mais as taxas de juros e a aprofundar o racionamento do crédito de modo a minimizar o risco de falência.

Sob as hipóteses, porém, de ausência de uma estrutura oficial de supervisão efetiva dos riscos assumidos pelos bancos e de que o governo garanta (tácita ou explicitamente) os depósitos bancários, a instabilidade macroeconômica, e a covariância positiva entre os rendimentos dos projetos que dela resulta, induz os bancos a correrem riscos indevidos (a serem menos prudentes) e a concentrarem seus ativos em empréstimos a firmas que, dispondo de projetos de risco alto, estão dispostas a pagar taxas de juros reais (fictícias) muito elevadas. Isto porque caso se efetive uma situação macroeconômica favorável (que permita o resgate dos empréstimos), o banco se apropria de um lucro elevado, enquanto na hipótese alternativa adversa, de *default* generalizado, arca com uma parcela pequena das perdas (o prejuízo é absorvido principalmente pelo governo ou pelo banco central). O incentivo para esta atuação dos bancos pautada pelo *moral hazard* deriva, portanto, da combinação de três fatores: a instabilidade macroeconômica que, correlacionando as taxas de retorno dos projetos dos devedores, torna a taxa esperada de rendimento dos empréstimos bancários uma variável randômica; regulamentação e supervisão frouxas por parte das autoridades financeiras; e a presença de mecanismos de seguro-depósito que elevam os lucros esperados dos bancos ao reduzir os custos privados decorrentes da inadimplência.<sup>77</sup>

Em resumo, para McKinnon, o aumento da instabilidade macroeconômica reduz a taxa de juros reais dos empréstimos bancários que é socialmente ótima. Com

77. Nas palavras de McKinnon (1988b, p. 407), "na verdade, o banco é o beneficiário de uma aposta injusta com o governo; consegue obter lucros extraordinários sem ter de pagar os custos sociais plenos de perdas exageradamente altas decorrentes de empréstimos arriscados".

regulamentação e monitoramento adequados, os bancos mostram-se avessos ao risco -- operam com taxas de juros de empréstimo abaixo do nível de *market clearing* e racionam o crédito. Na ausência desta estrutura e com garantias dos depósitos pelo governo, há um incentivo para os bancos incorrerem em risco moral. Com base neste raciocínio, McKinnon conclui pela necessidade de se regulamentar e supervisionar as atividades dos bancos como condição para o funcionamento seguro do sistema financeiro. Entre suas recomendações, o autor inclui o estabelecimento pelo governo de tetos nas taxas de juros, exigências de provisão para *default* e medidas para evitar a concentração dos empréstimos em poucos tomadores e restringir a exposição a riscos cambiais. Estas propostas distanciam-se consideravelmente das pregações eivadas de um liberalismo *à outrance* que marcava o paradigma da repressão financeira na sua versão original. McKinnon esforça-se agora em distinguir intervenções governamentais necessárias e benignas (como regulamentação prudencial e supervisão) da repressão financeira. Como observa Macedo (1988, p. 411), a reformulação nas idéias de McKinnon parece expressar seu reconhecimento de que o remédio anteriormente proposto para curar os males derivados da repressão financeira, a liberalização financeira, pode criar outros ainda mais nocivos.<sup>78</sup>

Para finalizar a exposição sobre as idéias deste autor, vale mencionar, ainda que rapidamente, duas questões que explora em sua análise sobre o processo de estabilização -- de transição de um regime de alta para baixa inflação. A primeira se refere à taxa de câmbio: uma estratégia desinflacionária que a torne fixa ou a desvalorize abaixo da diferença entre as inflações doméstica e internacional pode gerar graves distorções nos fluxos comerciais e financeiros. A sobrevalorização cambial deve ser evitada também através de controles diretos sobre o influxo de capital externo. Segundo, as autoridades econômicas (e não o mercado) devem administrar a redução nas taxas de juros dos depósitos e empréstimos bancários durante o processo de desinflação, caso contrário as taxas de juros reais alcançarão níveis excessivamente elevados, sinalizando negativamente as expectativas inflacionárias e agravando os problemas de seleção de risco adversa dos potenciais tomadores de crédito<sup>79</sup> e de *moral*

---

78. McKinnon (1988b, p. 409) sustenta na nova versão que a combinação de "estabilidade dos preços domésticos com taxas de juros nominais substanciais de depósitos e empréstimos -- mesmo se regulamentadas" é um pressuposto do aprofundamento financeiro que, por sua vez, contribui de modo "inestimável" para o desenvolvimento econômico. Recorre a uma linguagem menos enfática, evitando a apologia da liberalização financeira plena e das taxas de juros "elevadas" presente no *core* da formulação original do paradigma.

79. Devido às incertezas ainda presentes sobre a inflação, as taxas de juros elevadas induzem o tomador de empréstimo a optar pelo projeto mais arriscado: caso a inflação não for alta, apenas os projetos com elevada expectativa de retorno podem cobrir as despesas financeiras.

*hazard* dos bancos. Por esta razão, uma política monetária ortodoxa e de juros elevados é desaconselhável como eixo do programa de estabilização.

## **9. O *approach* histórico-institucional e a *rationale* para políticas intervencionistas**

A ênfase que Zysman, Taylor e Akiüz & Kotte colocam na importância da estrutura e das políticas financeiras para o desenvolvimento econômico aliada à argumentação fundamentada marcadamente nas peculiaridades institucionais e históricas dos países permitem enfeixar sob uma mesma rubrica as interpretações destes autores. Expõe-se abaixo as idéias centrais destas análises.

### **9.1 A hipótese de Zysman: a primazia das estruturas financeiras nos processos de mudança industrial dos países avançados**

O foco do livro *Governments, Markets, and Growth -- Financial Systems and the Politics of Industrial Change* de John Zysman (1983) incide na influência das estruturas financeiras sobre a política (*politics*) de reestruturação industrial nos países avançados. Sua hipótese é que o exame das estruturas financeiras nacionais contribui para o entendimento das estratégias de ajustamento industrial e dos conflitos políticos que suscitam (p. 16). Os esforços deste cientista político concentram-se na elucidação dos mecanismos através dos quais a organização do sistema financeiro a um só tempo circunscreve o campo de possibilidades de escolha das políticas públicas e das estratégias empresariais relativas ao ajustamento industrial, molda o formato das relações entre estado, bancos e empresas, e afeta a natureza dos conflitos políticos que permeiam este processo de ajustamento (p. 54). Do mesmo modo que a burocracia estatal, o sistema financeiro constitui simultaneamente uma restrição à ação governamental e seu instrumento. A estratégia argumentativa em defesa desta tese parte da construção de uma taxonomia dos sistemas financeiros fundamentada nas diferenças que apresentam em relação a três aspectos: 1) a importância relativa dos mercados de empréstimo e de *securities* no processo de transformação da poupança em investimento; 2) o mecanismo de formação de preços nestes mercados (livre concorrência, poder de mercado das instituições financeiras ou controle administrativo do governo); 3) os objetivos da ação do governo -- controle dos agregados monetários ou alocação seletiva dos fundos -- e os meios a que recorre para atingí-los (instrumentos de mercado ou recursos administrativos). Por estes critérios, Zysman (pp. 69-72) identifica três "tipos ideais" de estrutura financeira, cada qual com implicações políticas peculiares: 1) um

sistema baseado em mercado de capitais que aloca recursos através de preços determinados competitivamente; 2) um sistema baseado em crédito cujos preços são administrados pelo governo; 3) um sistema baseado em crédito dominado por instituições financeiras com poder de mercado e desvincilhadas do poder discricionário do governo. Grã-Bretanha e Estados Unidos seriam representativos do primeiro sistema, França e Japão do segundo e a Alemanha aproximar-se-ia do terceiro.

No primeiro modelo, a emissão de *securities* constitui a principal fonte de financiamento de longo prazo das empresas industriais. A determinação competitiva dos preços neste sistema pressupõe a existência de um número considerável de instituições financeiras especializadas e de tipos diversos de instrumentos nos mercados monetários e de capitais. As relações entre bancos e empresas são relativamente frouxas -- restringem-se ao crédito de curto prazo, sendo inexpressiva a participação acionária dos bancos nas empresas, de cuja propriedade e administração estão excluídos ou por impedimento legal ou por circunstâncias históricas. A atuação do banco central visa essencialmente o controle de determinados agregados monetários e de algumas taxas de juros, perseguindo estes objetivos através de operações de mercado (e não por meio de expedientes administrativos). As autoridades monetárias não interferem diretamente, portanto, nem no volume e tampouco, *a fortiori*, na alocação dos empréstimos dos bancos comerciais. A autonomia mútua com que bancos, empresas e governos se defrontam nesta configuração do sistema financeiro ("parceiros de barganha autônomos", na expressão de Zysman) restringe o poder de interferência tanto das instituições financeiras sobre as empresas como do governo sobre as decisões de empréstimo das instituições financeiras. Não dispondo de instrumentos ordinários para afetar seletivamente a alocação dos empréstimos dos bancos que, por sua vez, não têm ascendência sobre as atividades das empresas, o governo depende de autorização legislativa para qualquer interferência na organização industrial (quer em nível setorial ou de empresa), solicitação esta que numa economia dominada pelo mecanismo de mercado desencadeia forte resistência política.

O segundo sistema apresenta como traço distintivo a centralidade do crédito bancário e de instituições financeiras especializadas no financiamento da indústria, sendo o acesso das empresas privadas aos mercados de *securities* difícil e quase sempre mediado pelos bancos, razão pela qual os bancos múltiplos detêm poder e participação acionária expressivas em importantes empresas. Além da adoção de políticas monetárias agregadas de sustentação ao papel decisivo que o sistema bancário desempenha no

provimento de crédito ao setor industrial, o governo administra os principais preços e fluxos financeiros, visando influir na alocação setorial do crédito. Esta capacidade de eleger beneficiários e preteridos contribui de modo crucial na implementação de estratégias intervencionistas ou promocionais (p. 80). Neste sistema, a interferência do estado apresenta-se como uma reação à incapacidade do setor privado de executar as atribuições inerentes a um sistema financeiro. Por sua vez, a base institucional que fundamenta esta ingerência tem raízes históricas na estrutura financeira resultante de intervenções do estado em aspectos específicos do processo de industrialização. Esta imbricação entre estado e indústria tornar-se-ia então constitutiva do sistema financeiro. Nas palavras de Zysman, " a fronteira entre público e privado se esmaece, não simplesmente por causa de arranjos políticos, mas por causa da própria estrutura dos mercados financeiros" (p. 72).

Por último, o modelo de organização financeira em que prepondera o crédito provido por instituições financeiras privadas com poder de mercado para determinar preços caracteriza-se por privar o governo do controle sobre a alocação de recursos. Restringida sua capacidade de ingerência na definição do portfólio de empréstimos das instituições financeiras, torna-se mais difícil para o governo executar medidas de política industrial. Com autonomia considerável frente ao governo, o banco central circunscreve sua atuação à gestão da política monetária agregada, exercida essencialmente através de instrumentos de mercado (e não por meio de expedientes administrativos). Este ambiente financeiro em que a participação discreta do estado combina-se com o amplo controle das instituições financeiras sobre o mercado de empréstimos e sobre o acesso ao mercado de *securities* engendra a ascendência e a tutela destas instituições sobre as atividades das empresas industriais. Sem poder discricionário, o governo depende, por sua vez, da mediação dos bancos para viabilizar objetivos de política industrial (como *targeting* setorial, por exemplo). Evidentemente, esta cooperação dos bancos não deriva da imposição unilateral do governo, mas pressupõe *negociação* entre ambos.

Deste modo, os três modelos de estrutura financeira correspondem a graus e tipos distintos de atuação discricionária do estado sobre o universo industrial. Zysman ressalta que o primeiro modelo adequa-se a processos pioneiros de industrialização, enquanto os dois últimos "são soluções ao desenvolvimento retardatário". Esta associação entre economias de desenvolvimento tardio e sistemas financeiros gravitando em torno do mercado de crédito bancário resulta da exigência de que as empresas nestas

economias cresçam a taxas superiores à sua capacidade de poupança, hiato este que, dada a debilidade dos mercados de *securities*, tem de ser financiado pelos bancos -- instituições cujo fortalecimento envolve, por sua vez, o suporte do estado (pp. 63 e 72). Em estratégias de crescimento em que o estado assume a liderança e atua seletivamente na estrutura industrial, o controle do crédito e a administração das taxas de juros revelam-se cruciais.

Zysman deriva, então, duas hipóteses sobre como as estruturas do sistema financeiro condicionam os conflitos políticos em torno da mudança industrial. A primeira postula que os sistemas financeiros assentados em crédito com preços administrados pelo estado favorecem a adoção de estratégias industriais conduzidas pelo estado pois facilitam tanto a intervenção direta do estado como a mobilização de apoio político. A segunda supõe que em sistemas financeiros organizados em torno dos mercados de capitais com preços livremente determinados a interferência do estado na configuração industrial é obstada tanto pela própria ação destes mercados como pela resistência política que enseja.

Ambas as hipóteses são corroboradas pelo "teste" das experiências históricas da França e Grã-Bretanha: a inteligibilidade do processo de ajustamento industrial às transformações da economia internacional nestes dois países recai inevitavelmente nas especificidades de suas respectivas estruturas financeiras. Na França, o predomínio do crédito estritamente controlado pelo estado (preços, quantidade, e alocação) assegurou à burocracia governamental no pós-guerra um poder discricionário (notadamente, ao Ministério da Fazenda) que viabilizou a estratégia intervencionista da qual resultaria o triunfo das forças políticas engajadas na modernização econômica sobre os grupos industriais tradicionais. Posteriormente, a adoção de reformas no sistema financeiro magnificaria o poder intervencionista do estado. Além de ampliar o leque de instrumentos de política econômica, estas reformas criaram canais que facilitaram a articulação de alianças políticas.

Quanto à Grã-Bretanha, seu sistema financeiro centrado em mercados de *securities* competitivos colocou sérias restrições técnicas e políticas à intervenção do estado na economia. Nos anos 60, por exemplo, a organização financeira teria prejudicado as tentativas de mudanças institucionais que eram necessárias para viabilizar a adoção de políticas de reestruturação industrial. Os esforços neste sentido, por sua vez, teriam colaborado para aguçar o conflito distributivo em torno dos ganhos potenciais das mudanças no setor industrial, solapando a mobilização de suporte

político para que o estado, já privado dos recursos técnicos e operacionais, comandasse a execução de um projeto de desenvolvimento industrial.

Reconhecendo a insuficiência deste "teste empírico" (no exame do caso francês provou-se apenas que instrumentos financeiros podem funcionar como uma poderosa alavanca para a execução da política industrial, mas não que um estado intervencionista ou desenvolvimentista deve recorrer necessariamente a esta modalidade de instrumento), o autor amplia sua amostra (incluindo Alemanha, Estados Unidos e Japão) e tenta formalizar uma correlação entre organização do sistema financeiro e padrão de ajustamento industrial.<sup>80</sup> Para isto estabelece uma tipologia tríplice dos processos de transformação industrial: conduzido pelo estado, conduzido pelas empresas, ou negociado entre os segmentos sociais mais fortes. O recorte é dado pela combinação de três parâmetros: 1) a capacidade técnica e operacional do estado de intervir na organização do setor industrial (em nível de ramo ou empresa) -- que delimita o campo de possibilidades de estratégias de política; 2) o arranjo político no qual se inserem os diferentes grupos e setores sociais -- que define os termos destas mudanças (por exemplo, arbitrando perdas e ganhos); 3) o processo político que engendra este arranjo.

No modelo *state-led*, o estado é um "ator econômico" em cujas atribuições se inclui a promoção do desenvolvimento. A burocracia estatal encarrega-se de pilotar a estratégia de ajustamento industrial, interferindo nas condições sob as quais setores ou empresas específicas se relacionam com o mercado. Diferenças no acesso ao financiamento e nos termos em que é suprido podem afetar de modo decisivo a posição relativa no mercado de setores e empresas, razão pela qual o controle da alocação dos fundos constitui um recurso poderoso para o estado intervir nas questões industriais. Os custos e benefícios da transformação são arbitrados pelo governo que, sustentado pelos grupos politicamente hegemônicos, alija os perdedores da formulação da política econômica. Como frisa Zysman, esta estratégia "politiza e centraliza o processo de mudança industrial". Não raro, a debilidade política mais do que o fracasso econômico distingue os penalizados daqueles que se beneficiam com estas mudanças. Japão e França enquadram-se neste modelo de ajustamento industrial.

No modelo de ajustamento *company-led*, as empresas agem soberanamente (detêm a prerrogativa nas decisões de investimento e produção), sendo a ingerência

---

80. Zysman (pp. 15 e 229) denota por ajustamento industrial o processo de caráter político e econômico envolvendo "as mudanças em quem faz o quê, e como, em resposta a novas condições de mercado ou tecnológicas".

governamental na indústria restringida, ademais, pela autonomia do sistema financeiro na alocação dos recursos. Na ausência de uma estratégia deliberada de desenvolvimento por parte do governo, as perdas e ganhos da transformação industrial são fundamentalmente determinadas pelo mercado, embora o estado possa regulamentar estes resultados e compensar os grupos prejudicados. Os Estados Unidos adequam-se às características deste modelo.

O terceiro modelo representa os processos de ajustamento que resultam da negociação explícita entre parceiros sociais política ou economicamente poderosos -- denominado por Zysman de "estilo negociado do capitalismo moderno".<sup>81</sup> Em processos deste tipo, as instituições financeiras podem funcionar como um aliado importante para o governo atuar nas barganhas políticas. Às vezes, proeminência em um determinado mercado (trabalho, capital ou produto) assegura a participação em barganhas políticas relativas a outro mercado. A Alemanha constitui um exemplo disto: a primazia do setor bancário nos mercados financeiros confere-lhe poder nas decisões sobre a conduta das empresas em época de crise.<sup>82</sup> A Suécia, com seu processo de barganha baseado nos grandes sindicatos, seria o país mais representativo deste modelo. Embora apresente diversos aspectos do modelo de ajustamento assentado em barganha política (como os arranjos específicos e dispersos entre bancos, governo, e indústria), a Alemanha não retém precisamente sua especificidade, uma vez que as barganhas não são abrangentes nem explícitas.

A experiência da Grã-Bretanha não se encaixa sem ressalvas em nenhum dos modelos apresentados, inadequação que por si só denuncia a incapacidade deste país definir uma estratégia consistente de mudança industrial. Seus sindicatos, embora poderosos, não estavam organizados para atuar em barganhas políticas, e tampouco o setor empresarial estava disposto a aceitá-los como interlocutores. Nenhum grupo social ou político concentrou forças para equacionar a distribuição dos custos e dos benefícios que a transformação industrial implicava. Sem que o estado, os mercados, ou negociações operassem este pressuposto político, o ajustamento na Grã-Bretanha incorporou alguns traços do modelo *company-led* (o distanciamento histórico do gerenciamento das empresas privadas, e até mesmo públicas, em relação ao governo e às instituições financeiras) e, ao mesmo tempo, apresentou aspectos que se assemelham

---

81. Segundo Zysman, enquanto a base de barganha na Holanda situa-se na esfera política (entre as elites representativas dos diversos grupos políticos), na Suécia esta base concentra-se na organização do mercado de trabalho.

82. Zysman reporta-se aos bancos como prefeitos do "capitalismo organizado" (p. 260).

ao modelo *state-led* (as tentativas governamentais de liderar um processo de mudança industrial).

Definidas as tipologias das estruturas dos sistemas financeiros e dos modelos de mudança industrial, o autor formula a hipótese de que características essenciais de cada um destes modelos derivariam daquelas estruturas. Nas palavras de Zysman, "cada tipo de sistema financeiro é um dos componentes definidores de um modelo específico do processo de ajustamento". Esta hipótese desdobra-se em três implicações "testáveis": 1) um sistema financeiro baseado em crédito com preço administrado é constitutivo do modelo de ajustamento *state-led* pois representa um instrumento de intervenção do estado que "esmaece as fronteiras no mercado entre os setores público e privado"; 2) um sistema financeiro tendo como eixo mercados de capitais desenvolvidos favorece o ajustamento do tipo *company-led* porquanto reforça o distanciamento entre governo e indústria e restringe a capacidade de intervenção do governo, despertando animosidade política quando esta é tentada; 3) um sistema financeiro dominado por bancos adequa-se ao ajustamento negociado.

As experiências históricas examinadas por Zysman confirmam estas previsões: França e Japão constituem evidências da primeira proposição, enquanto as duas outras encontram corroboração, respectivamente, nos casos americano e alemão. Dada a ambiguidade do seu processo real de ajustamento, a experiência britânica não constitui exatamente uma instância corroboradora da tese de Zysman (que prevê para um sistema financeiro baseado em mercado de capitais um ajustamento pilotado pelas empresas). Não obstante, o *approach* teórico desenvolvido pelo autor elucida aspectos centrais desta experiência de ajustamento industrial -- como, por exemplo, a ambiguidade que a caracterizou, atribuída aos entraves impostos pelo arranjo particular do sistema financeiro às tentativas de ingerência estatal na indústria.

Talvez a principal contribuição de Zysman neste seu livro reside na análise dos processos de ajustamento industrial à luz das mediações entre mercados e política. Distanciando-se da dicotomia que predomina na literatura, o autor (pp. 17-8) focaliza os mercados como "criações políticas" (as regras que definem os termos através dos quais as empresas se organizam e competem são estabelecidas politicamente) e a política como imbricada no funcionamento dos mercados e das instituições de mercado (as expressões políticas dos interesses e as formas de conflito que engendram são condicionadas pelas estruturas e instituições econômicas).

## 9.2 A defesa de políticas e instituições financeiras caudatárias de uma estratégia desenvolvimentista em processos de industrialização retardatária

### 9.2.1 Taylor (1993): as estratégias financeiras para a estabilização e o ajuste

O interesse de Taylor nas estruturas peculiares às economias em desenvolvimento reaparece num artigo de 1993 em que resenha a situação macroeconômica de algumas delas nos anos oitenta à luz de um modelo de três hiatos (restrições fiscal, de poupança e divisas estrangeiras), dando destaque às reações de política econômica aos choques e aos seus impactos distributivos. O *paper* tem como tônica, também, o exame crítico das propostas neoliberais de reformas econômicas consubstanciadas no chamado "Consenso de Washington", reformas estas cujo traço comum é a liberalização dos preços e o livre funcionamento dos mercados.

Apoiando-se em dados levantados por uma ampla e minuciosa pesquisa sobre dezoito países em desenvolvimento, Taylor sublinha alguns aspectos que caracterizaram estas economias nos anos oitenta. Primeiro, a importância do setor público na formação de capital, seja através da propriedade direta de plantas industriais em setores tecnicamente avançados (como na Índia, Brasil e Turquia), seja através do apoio a empresas privadas na incorporação de nova tecnologia (como no Japão e na Coreia). Além disto, o investimento público teria complementado, e não substituído o investimento privado (*crowding-in*).<sup>83</sup> Segundo, as elevadas taxas de poupança líquida do setor público<sup>84</sup> e do setor privado. Terceiro, a posição superavitária das contas comerciais na maioria dos países -- derivada do ajuste aos choques externos que impôs transferências vultosas de recursos à título de pagamento dos encargos das dívidas passadas (como foi o caso dos países latino-americanos) ou de políticas anteriores de crescimento *export-led*. Por último, a forte dependência às importações de bens intermediários e bens de capital.

À luz destas idiosincrasias, Taylor entende que um modelo de ajustamento focalizando as economias em desenvolvimento deve subsumir os seguintes aspectos: 1) a taxa de utilização da capacidade como variável endógena, uma vez que o produto efetivo e o potencial se distanciam sob o efeito de choques; 2) o *crowding-in* dos investimentos privados pelos investimentos públicos; 3) a restrição fiscal, incorporando

83. Segundo Taylor, "para a programação macro, a formação de capital público pode ser o único canal para estimular o investimento depois de choques adversos" (p. 578).

84. A proporção da poupança líquida do setor público em relação ao PIB era em 1987 de 11,1% na Coreia, 6,2% no Brasil e 8,2% na Turquia e, em 1988, de 5,7% no Chile.

o impacto positivo do aumento da taxa de utilização da capacidade sobre as receitas fiscais de origem doméstica líquidas das despesas correntes; 4) a restrição de disponibilidade de poupança para o investimento e o crescimento do produto potencial, sendo a parcela privada da poupança nacional uma função da taxa de utilização da capacidade; 5) a restrição de divisas, que condiciona a capacidade de importação de insumos essenciais à produção e investimentos.

Para ressaltar a influência das instituições e das estruturas peculiares a cada economia sobre os mecanismos de ajustamento aos choques, o autor explora, além dos ajustes frisados pelo modelo de três hiatos, os ajustes implicados por alterações na distribuição de renda e riqueza (por exemplo, os impactos sobre o déficit fiscal, a taxa de utilização, os investimentos, os fluxos de capital, etc.).<sup>85</sup> Assinala, por exemplo, que redistribuição regressiva da renda e políticas de juros elevados num ambiente econômico marcado por lento crescimento do produto potencial e baixa utilização da capacidade instalada tornam a poupança *ex ante* dos grupos mais ricos superior à demanda de investimentos, sendo o excedente canalizado para a especulação (em terras, ativos financeiros, moedas estrangeiras, etc.), cuja dinâmica pode redundar em crise financeira, com efeitos magnificados caso os mercados financeiros sejam desregulamentados.

Para Taylor, enquanto a modelagem estruturalista privilegia as variáveis associadas à demanda (em especial, a exportação e o investimento), os processos distributivos e as restrições de divisas, os seguidores do *mainstream* concedem primazia causal ao lado da oferta e supõem plena flexibilidade dos preços, negligenciando simultaneamente os efeitos depressivos sobre a produção das políticas de austeridade fiscal e monetária e os impactos distributivos de mudanças nos preços relativos. Por supor o pleno emprego de recursos, a teoria ortodoxa não coloca a questão da passagem da "austeridade e reforma dos preço para a retomada do crescimento": os investimentos não sofrem estrangulamentos da demanda e as exportações mostram-se sensíveis aos preços (p. 582).

A crítica de Taylor ao paradigma neoliberal toma emprestada a distinção formulada no plano micro pelo relatório da UNCTAD de 1991 entre eficiência

---

85. As alterações distributivas podem resultar de políticas com esta finalidade deliberada ou podem ser geradas endogenamente através de mudanças nos preços e quantidades ocasionadas por políticas com objetivos diversos. Um exemplo mencionado por Taylor é a estatização da dívida externa privada, promovida pelos governos dos países em desenvolvimento no início dos anos oitenta com o objetivo de se evitar o colapso dos sistemas financeiros domésticos.

*alocativa e produtiva* na indústria e nas finanças. Enquanto a eficiência alocativa se associa à remoção das distorções de preços, uma constelação de fatores determina a eficiência produtiva -- sobressaindo-se "a estrutura de mercado e do capital acionário, as formas de intermediação financeira, as 'dotações' de recursos e suas criações e destruições pelas mudanças na tecnologia e nos gostos, o tamanho da economia, os entraves históricos postos pelo colonialismo, o acesso a influxos de capital e a mercados por determinações geopolíticas". Portanto, reformas orientadas para o *laissez faire* dos mercados não necessariamente conduzem à eficiência produtiva. Por manipularem ou serem beneficiadas por alguns destes fatores, as economias escandinavas (a partir dos anos trinta) e a coreana (depois de 1960) triunfaram na conquista da eficiência produtiva. Em contraste com as suposições ortodoxas, esta conquista não se deveu à disciplina imposta às firmas pelos mercados de capitais (expressa pela dependência da cotação das ações ao desempenho financeiro de curto prazo): no caso coreano, o engajamento das firmas decorreu da vinculação dos subsídios e incentivos estatais (em especial, garantia de crédito barato) ao cumprimento de metas relativa à produção e exportação, enquanto nas economias escandinavas o empenho no incremento da produtividade provinha dos sindicatos, interessados em viabilizar a elevação do salário real.

Para Taylor os equívocos das recomendações de políticas específicas propostas pelos neoliberais têm origem fundamentalmente nas deficiências que permeiam seu *approach* mais geral, avesso a considerações de caráter dinâmico e negligente com as instituições e estruturas de mercado e com a distribuição de renda e riqueza. No que se refere às prescrições de reformas do Consenso de Washington para o setor financeiro, por exemplo, a crítica principal de Taylor é que fazem *tabula rasa* das "estruturas de mercado existentes" (p. 585). A suposição de que a liberalização financeira (remoção dos tetos nas taxas nominais de juros e eliminação dos controles sobre a alocação do crédito) promove a eficiência alocativa e a expansão dos fluxos de poupança canalizados pelo sistema financeiro para investimentos produtivos ignora entre outras peculiaridades dos mercados financeiros dos países em desenvolvimento o curto horizonte contemplado pelos contratos, a incipiência dos mercados, a preponderância dos bancos e a importância dos mercados informais.

Se a desregulamentação se estender ao setor externo, as taxas de remuneração dos depósitos domésticos podem crescer consideravelmente em termos reais uma vez que têm que incorporar um *spread* de risco em comparação às taxas dos ativos externos. Este aumento no custo do passivo dos intermediários financeiros traduz-se,

por sua vez, em taxas de juros maiores nas operações de empréstimo, pressionando os custos de financiamento do capital de giro das empresas que, além de repassarem estes aumentos em seus custos para os preços (suposição realista caso a firma disponha de poder de mercado), podem reduzir sua produção, desestimulando ainda mais a demanda por investimento, já debilitada pelo aumento das taxas de juros dos empréstimos.<sup>86</sup>

Uma vez que os bancos possam manter ou ampliar seus *spreads*, o ônus da liberalização recai notadamente sobre os devedores (empresas e setor público), cujos *cash-flows* se deterioram duplamente: ampliam-se os encargos financeiros ao mesmo tempo em que as receitas se contraem. Especificamente em relação às contas públicas, o impacto de uma política de juros altos e/ou de desregulamentação financeira pode ser dramático se a dívida pública for elevada e apresentar um perfil de maturidade concentrado no curto prazo, situação em que os bancos convertem-se no principal beneficiário do desequilíbrio fiscal e da inflação. A supressão dos *targets* de crédito na ausência de regulamentações prudenciais pode induzir os bancos a se engajarem em operações mais arriscadas (de retorno esperado maior), ainda mais se estas instituições tiverem motivos para crer que serão socorridas pelo governo caso se tornem insolventes. Além de piorarem a situação financeira das empresas e inibirem os investimentos, as políticas financeiras liberalizantes resvalam quase sempre para processos especulativos que, aprofundando a fragilidade financeira das empresas, culminam em crises.

Qual seria o formato mais adequado ao sistema financeiro das economias em desenvolvimento? Na tentativa de responder a esta indagação, Taylor debruça-se mais uma vez sobre a experiência internacional, remetendo-se à classificação apresentada pela UNCTAD acerca dos paradigmas de arranjos financeiros em algumas economias industrializadas. De um lado, estruturas de mercado que prevalecem há muito tempo na Alemanha e nas economias escandinavas e desde o final da guerra no Japão, caracterizadas pela interferência direta dos bancos na gestão do setor produtivo -- através da posse de ações e da participação no conselho administrativo das empresas. A vantagem deste modelo provém sobretudo da atenuação dos problemas de caráter informacional: explorando economias de escala, conhecendo a situação das empresas e tendo controle sobre sua gestão, os bancos podem prover créditos a baixo custo (freqüentemente renovando empréstimos de curto prazo). O principal risco desta

---

86. O abandono dos tetos nas taxas de juros constitui para Taylor outra fonte de pressão inflacionária pois funcionariam como "uma âncora nominal no sistema de preços" (p. 585).

modalidade de organização financeira reside no uso privilegiado de informações em operações especulativas, a exemplo do que ocorreu no Chile, risco este que pode ser evitado mediante regulamentações prudenciais e fiscalização adequada. O segundo paradigma, seguido pelos Estados Unidos e pela Inglaterra, caracteriza-se pelo financiamento da formação de capital através de empréstimos bancários de curto prazo ou via captação no mercado monetário, empréstimos estes refinanciados posteriormente através de lucros retidos e emissão de passivos de longo prazo no mercado de capitais. Nestes dois países, o levantamento de fundos tende a apresentar um custo maior já que os bancos não usufruem das vantagens informacionais nem de economias de escala em suas operações de crédito. Argumentando que "um mercado de capital amplo, liberalizado pode contribuir para equalizar retornos nos diferentes tipos de ativos, mas pode também ser ineficiente em termos produtivos, ao elevar os custos de financiamento e encurtar os horizontes econômicos", o autor recomenda aos países em desenvolvimento a adoção de arranjos financeiros que promovendo a sinergia entre bancos e empresas facilitem o financiamento de investimentos de longa maturação (p. 586). Taylor não exclui deste modelo os bancos estatais de desenvolvimento, que podem se converter em veículos eficientes de canalização da poupança pública para a formação de capital (sobretudo após uma reestruturação fiscal), desde que medidas sejam adotadas para coibir atividades de *rent-seeking* e financiamentos (inflacionários) de empresas ineficientes.

Taylor mostra-se cético também quanto aos supostos efeitos benéficos das privatizações, cujos defensores não se restringem aos círculos ortodoxos. Do ponto de vista da estática comparativa, considera que nada se pode afirmar categoricamente sobre a eficiência relativa entre empresas nacionais privadas e estatais e entre estas e as transnacionais. Sob a ótica dinâmica, entretanto, aponta algumas análises que revelam que as empresas públicas e as empresas privadas subsidiadas pelo estado constituíram em alguns países veículos eficientes de propulsão dos investimentos. Para Taylor, a questão central na conquista da eficiência produtiva localiza-se não tanto na modalidade de propriedade, mas na configuração adequada do sistema financeiro e em mecanismos que promovam a cooperação entre trabalhadores, empresários e governo e atrelem seus interesses ao incremento da produtividade. Sobre as alternativas de *funding* da privatização e os desdobramentos que acarretam, Taylor não é otimista com nenhuma das cinco possibilidades que contempla. Primeiro, o aumento da poupança privada, cujo impacto sobre o crescimento só seria benéfico se se traduzisse em elevação do investimento, condição pouco factível sem a participação do setor público devido a

ocorrência de *crowding-in*. Segundo, a redução do investimento privado, alternativa que debilitaria diretamente o crescimento. Terceiro, a diminuição no fluxo de demanda por ativos financeiros, condição que poderia dificultar o endividamento público, aumentando conseqüentemente as taxas de juros e/ou a emissão de moeda. Quarto, o aumento no fluxo de demanda do setor privado por créditos, ocorrência improvável nos países cujos mercados financeiros se encolheram devido à seqüência de choques externos. Por último, os recursos de não-residentes, seja através de aportes externos trazidos por empresas transnacionais, opção que pode abrir uma porta para a absorção de tecnologia e o influxo de capital para inversões produtivas, seja na forma de conversão do crédito dos bancos estrangeiros em ações de estatais (*swap*), hipótese que implicaria a sujeição à lógica de valorização financeira destas instituições (especulação e ganhos de curto prazo, vínculos frágeis com o processo de acumulação de capital produtivo, comportamento pró-cíclico, volatilidade, etc.).

### **9.2.2 Akiüz e Kotte: as modalidades e os limites do controle financeiro e os pressupostos para a liberalização financeira**

Com base em uma pesquisa patrocinada pela UNCTAD sobre as experiências de reforma financeira em cinco países (Nova Zelândia, República da Coréia, Turquia, Iugoslávia e Filipinas), Akiüz e Kotte examinam o papel e o alcance dos controles e das intervenções governamentais no sistema financeiro e os pressupostos exigidos para uma liberalização bem sucedida.<sup>87</sup> Para avaliar as alternativas de reforma financeira, estes dois autores focalizam os impactos da desregulamentação sobre a propensão a poupar, sobre a poupança financeira, sobre a eficiência e a estabilidade financeira e macroeconômica, e sobre a industrialização. Descartando os receituários de política financeira de aplicação universal, ressaltam que suas reflexões pretendem tão somente chamar atenção para alguns aspectos freqüentemente negligenciados nos programas de liberalização financeira.

Não obstante reconhecerem a gravidade das distorções e ineficiências geradas pela ingerência estatal no sistema financeiro de diversos países em desenvolvimento, Akiüz e Kotte consideram que esta ingerência foi decisiva para sustentar o crescimento acelerado de alguns destes países nos anos sessenta e setenta. Para os dois analistas, a história econômica tem revelado que "não há exemplo de industrialização moderna baseada em políticas financeiras puramente orientadas para o mercado: em cada caso

---

87. Reportar-nos-emos também ao *paper* de autoria exclusiva de Akiüz (1993).

houve intervenção estatal ativa aplicada no contexto de política industrial" (p. 5). Todavia, apenas uma pequena parcela das economias que adotaram políticas financeiras repressivas triunfou. Na explicação de Akyüz e Kotte, o êxito deste grupo seletivo de economias repousa em dois aspectos: 1) a disciplina fiscal e creditícia que, eliminando pressões inflacionárias, assegura estabilidade macroeconômica; 2) o monitoramento permanente dos incentivos e subsídios financeiros para avaliar se "o apoio e a proteção concedidos por eles (governos) têm sido bem dimensionados e utilizados para os fins pretendidos" (p. 5).

Akyüz e Kotte não descartam liminarmente a liberalização financeira, identificando algumas condições que satisfeitas podem torná-la promissora. Primeiro, a estabilidade macroeconômica, necessária para manter o grau de incerteza em níveis toleráveis: em sua ausência, há escalada das taxas de juros e o horizonte temporal dos negócios se encurta. De modo algum, portanto, a liberalização financeira pode ser vista como antídoto à estagnação e à instabilidade -- cujo combate deve envolver "controle monetário e maior disciplina fiscal nos setores público e privado".<sup>88</sup> Segundo, o desenvolvimento deve ter atingido um grau suficiente para que as indústrias estejam habilitadas a enfrentar a concorrência internacional e para que "as instituições e os mercados" tenham se estruturado solidamente. Neste sentido, o cronograma de liberalização financeira deve se sujeitar às exigências de "uma política industrial ativa", de modo que durante o período de transição o governo esteja aparelhado para, em caso de instabilidade ou crise financeira, "intervir diretamente nos mercados de capitais, nos intermediários financeiros e no financiamento das empresas". Neste interregno, o governo deve simultaneamente se empenhar no sentido de "fortalecer instituições de mercados já existentes e construir novas, ao invés de deixá-las emergir espontaneamente" (p. 6). Sem a observância destes pressupostos, isto é, se implementada *ex-abrupto* como instrumento de combate à inflação e à recessão e em circunstâncias em que os mercados e as instituições financeiras mostram-se frágeis e as regulamentações prudenciais frouxas ou pouco eficazes, a liberalização financeira resultará provavelmente em insolvência generalizada de empresas produtivas e de bancos, uma vez que os agentes serão incentivados a se engajar em operações especulativas, exageradamente arriscadas ou até mesmo fraudulentas.

---

88. Em situações de instabilidade criadas por choques externos, as medidas de austeridade fiscal e monetária devem ser complementadas por políticas de renda "baseadas num amplo consenso social". As perdas no nível de atividades seriam dramáticas se a estabilização fosse perseguida apenas através da contração monetária e do ajuste fiscal.

Quanto à alegação dos adeptos da "teoria da repressão financeira" de que mudanças no regime de política das taxas de juros (de níveis reais fortemente negativos para níveis positivos altos e sustentados) repercutem favoravelmente sobre a poupança mesmo se implementadas em economias com inflação alta e instável, Akyüz e Kotte contestam-na com base nas experiências de reformas financeiras liberalizantes empreendidas na Nova Zelândia, Iugoslávia, Turquia e Filipinas. Para eles, se há influência da elevação das taxas reais de juros sobre a poupança, ela ocorre mais pelo impacto adverso sobre o nível e a distribuição da renda do que por alterações na propensão a poupar das famílias. No caso da Turquia, Nova Zelândia e Filipinas, a redução na poupança privada agregada que se seguiu à liberalização financeira associa-se à transferência de renda entre grupos de diferentes propensões a poupar provocada pelo aumento da taxa real de juros. Taxas de juros mais elevadas transferem renda do devedor para o credor, em geral do setor empresarial para as famílias, cuja propensão média a poupar é menor. Além disso, os investimentos não-residenciais tenderiam a cair, uma vez que nos países em desenvolvimento dependem precipuamente dos lucros retidos. Pode-se considerar que estes efeitos são tanto mais acentuados quanto maior a propensão a poupar dos devedores face à dos credores, quanto maior o endividamento doméstico das empresas e quanto mais alta e instável a inflação (pois a desregulamentação implicaria um grande salto nas taxas de juros).

Em relação à poupança pública, o impacto das taxas de juros altas também seria negativo, sobretudo quando a dívida pública for elevada, já que os juros apropriados pelo setor privado destinam-se principalmente ao consumo. A desregulamentação financeira pode prejudicar a poupança pública através ainda de três outras vias. Primeiro, ao eliminar o financiamento dos déficits orçamentários pelo banco central sob condições preferenciais (muitas vezes a custo nulo), forçaria o setor público a recorrer ao mercado financeiro para cobri-los, elevando a dívida pública. Segundo, na hipótese de engendrar problemas de liquidez ou solvência das empresas e dos bancos, é quase inevitável que o governo ou o banco central, com a justificativa de se evitar uma crise financeira generalizada, promovam o *bail-out*, pressionando conseqüentemente a expansão monetária e/ou a dívida pública. Terceiro, se combinar alívios na taxa dos rendimentos financeiros com a dedução das despesas de juros da renda tributável das empresas, o resultado provável é uma diminuição da poupança doméstica agregada, pois em geral a renúncia tributária não é compensada por uma elevação da poupança privada.

As conseqüências adversas se magnificam quando taxas de juros altas são adotadas em ambientes macroeconômicos instáveis como instrumento de estabilização.<sup>89</sup> Isto porque taxas nominais de juros estratosféricas, ao invés de neutralizarem os efeitos perversos de uma inflação alta e instável (taxas de juros reais negativas e o estreitamento do horizonte de planejamento, e a conseqüente predominância de comportamentos especulativos e defensivos em detrimento de inversões produtivas) tendem a aprofundar a recessão e a ampliar a instabilidade inflacionária, reduzindo assim o nível da poupança e a eficiência na alocação dos recursos. Para os dois economistas, taxas de juros reais positivas devem ser alcançadas através da redução da inflação. Alertam para o perigo de recomendações de políticas de taxas de juros elevadas que ignoram o ambiente institucional e macroeconômico no qual serão aplicadas. Embora reconheçam que estas políticas possam conduzir à expansão da poupança canalizada para o sistema financeiro formal, consideram que este resultado não deve ser perseguido como objetivo em si mesmo já que não apresenta nenhuma conexão logicamente necessária ou empiricamente corroborada com o aumento da poupança ou com o uso mais eficiente da riqueza. O aprofundamento financeiro não constitui um indicador adequado, e *a fortiori*, infalível, do grau de desenvolvimento econômico ou da contribuição das finanças para o crescimento econômico; ao contrário, muitas vezes reflete a fragilização do sistema financeiro provocada pela profusão de dívidas de curto prazo sem qualquer contrapartida em novos investimentos produtivos. Juros altos podem deteriorar seriamente a situação financeira do setor público e do setor produtivo privado, compelindo-os a se endividarem crescentemente para operarem no mesmo nível de produção e de investimento, comprometendo assim a própria estabilidade do sistema financeiro.<sup>90</sup>

Portanto, embora possivelmente engendrem efeitos positivos sobre o aprofundamento financeiro e a ampliação da parcela da poupança canalizada para o sistema financeiro formal, a liberalização financeira e as políticas de taxas de juros altas não asseguram automaticamente um nível maior nem a alocação mais eficiente da poupança. Deste modo, as reformas devem visar prioritariamente não o aprofundamento financeiro mas a promoção da eficiência dos mercados e das

---

89. De acordo com Akyüz e Kotte, sob circunstâncias macroeconômicas estáveis em que o grau de incerteza é reduzido, é provável que o nível e a alocação da poupança não seja afetado "de um modo forte e sistemático" por mudanças na taxa real de juros.

90. Turquia, Nova Zelândia e Iugoslávia são exemplos de economia onde elevadas proporções do estoque de ativos e passivos financeiros em relação ao PIB, aos investimentos ou à riqueza nacional coexistiram com redução da poupança e dos investimentos.

instituições financeiras na tarefa de intermediação. Akyüz destaca dois conceitos de eficiência apropriados para avaliar a contribuição do sistema financeiro para o crescimento econômico: um referente ao "grau em que a alocação de recursos financeiros entre diferentes setores e atividades reflete a taxa de retorno social ou, mais amplamente, serve para atingir objetivos de desenvolvimento de longo prazo", denominado *eficiência alocativa*, e outro relativo à capacidade de se reduzir o custo do financiamento, designado por *eficiência produtiva* ou *de custo*.

É comum associar a eficiência alocativa do crédito ao inverso da variância no custo de financiamento entre os diferentes tomadores de empréstimos, dados os supostos de que mercados competitivos que igualam as taxas de retorno dos investimentos nos diferentes setores geram a alocação ótima dos recursos e de que o objetivo de maximização de lucros leva à igualdade entre a taxa marginal de retorno do investimento e o custo marginal dos empréstimos (Cho, 1988). O principal defeito desta medida é que ignora as imbricações entre riscos dos projetos de investimento e custos dos empréstimos e taxas de retorno, desprezando portanto a influência dos riscos diferenciados destes projetos sobre a eficiência na alocação dos recursos. Ademais, esta medida de eficiência alocativa é viciada uma vez que um programa de liberalização financeira em geral "reduz ou elimina créditos em termos preferenciais e assim diminui as variações no custo de capital entre setores" (Akiüz, 1993, p. 12).<sup>91</sup>

Por sua vez, a eficiência produtiva ou de custo envolve duas componentes: o custo de intermediação e a taxa de juros paga ao prestador. A margem de intermediação expressa "a eficiência microeconômica no uso de recursos orientados para a atividade financeira" (Akiüz, 1993, p. 14). No caso da intermediação bancária, esta margem é dada pelo *spread* entre as taxas de empréstimos e de depósitos, *spread* este determinado pelas despesas operacionais, estrutura de mercado e especificidades institucionais (como, por exemplo, as exigências legais de reservas e de liquidez). Para analisar os fatores que influenciam a outra componente do custo do financiamento, a taxa de juros do prestador, Akiüz toma emprestado os conceitos das várias modalidades de risco formulados por Keynes. Assinala que esta taxa de juros depende

---

91. Para Akiüz e Kotte, a taxa de inadimplência na carteira de empréstimos dos bancos e o número de falências bancárias" constituem indicadores mais apropriados para aferir o impacto da liberalização financeira sobre a eficiência alocativa. Ressalvam, porém, que a proporção de inadimplência nos empréstimos reflete razoavelmente bem a eficiência alocativa desde que as taxas de retorno social e privada não diverjam muito (isto é, desde que as economias externas ou as deseconomias dos projetos sejam desprezíveis). Sendo esta condição muitas vezes não satisfeita nos países em desenvolvimento, onde as taxas de retorno social de certos projetos de investimento superam as taxas de retorno privado, a proporção de empréstimos em atraso pode subestimar a eficiência alocativa.

fundamentalmente do risco de *default* do tomador do empréstimo (o risco do prestador), risco que por sua vez enfeixa o risco de *default* voluntário (risco moral) e o risco associado a incertezas presentes em qualquer decisão de investimento (risco do mutuário ou risco puro). Embora impossível de ser suprimido, este último risco pode ser reduzido "pelo acesso do mutuário a melhores informações e por condições econômicas mais estáveis" (pp. 13-4). A taxa de juros do prestador incorporaria ainda um prêmio relativo ao risco de variações no valor do capital de seus ativos devido às incertezas sobre a evolução futura das taxas de juros e dos preços dos ativos. Assim, uma maior instabilidade destes preços e das taxas de juros ou o aumento no número de falências bancárias devem induzir prestadores potenciais a realocarem sua riqueza dos ativos arriscados para os mais líquidos, resultando na elevação das taxas de juros e no encurtamento dos prazos dos ativos financeiros. Influindo sobre o risco puro e sobre a incerteza do valor de capital, a estabilidade na economia e nas condições financeiras repercutem, portanto, favoravelmente sobre a eficiência produtiva do sistema financeiro. A liberalização financeira pode afetar a eficiência de custo tanto através da taxa de juros do prestador (por gerar maior instabilidade no sistema financeiro e maior oscilação no preço dos ativos) como através da margem de intermediação. Se menos regulamentação e barreiras à entrada possibilitam a redução das exigências legais de reservas e de liquidez, das despesas operacionais e dos *mark-ups* dos lucros, por outro lado elevam as taxas de inadimplência dos empréstimos dos bancos que, por consequência, ampliam seus *spreads*.

Sob diversos outros aspectos estas duas modalidades de eficiência imbricam-se. Se a alocação dos fundos é ineficiente, maior a ineficiência de custo pois o risco puro (e por consequência o risco do prestador) e a margem de intermediação se elevam. Por sua vez, a tentativa de se promover a eficiência alocativa através da liberalização das taxas de juros (acompanhada em geral pela permissão para os bancos ampliarem o grau de alavancagem e a gama de operações) pode redundar na piora da eficiência produtiva ou de custo pois, através do acirramento da concorrência, as taxas de depósito e os riscos aos quais os bancos se dispõem a incorrer elevam-se, magnificando a instabilidade financeira e a ocorrência de falências bancárias. A elevação no custo do financiamento, por sua vez, pode desencadear uma crise financeira por dificultar a situação de tomadores de empréstimos até então isentos de problemas financeiros. Com o aumento da inadimplência, elevam-se ainda mais o risco e a taxa de juros do prestador e o *spread* dos bancos (como reação ao aumento dos empréstimos em atraso). Nas palavras de Akiüz (1993, p. 15), "isto freqüentemente conduz ao

financiamento Ponzi pelo qual bancos crescentemente emprestam a atividades especulativas de alto risco e a altas taxas de juros a fim de cobrir altas taxas de depósitos e *defaults*".

Por si só, o livre funcionamento dos mercados financeiros não assegura a eficiência alocativa em razão tanto dos efeitos adversos gerados por especulação excessiva, como das imperfeições que permeiam estes mercados -- relacionadas a informações, externalidades não mediadas pelo mercado, ausência de certas modalidades de mercado, concorrência, etc. Nos casos de industrialização tardia bem sucedida, estas ineficiências nos mercados financeiros têm sido enfrentadas por intervenções governamentais que elevaram as taxas sociais de retorno. Entretanto, o controle governamental sobre a alocação e sobre o preço dos recursos financeiros como recurso de política industrial tem sido a regra nos países em desenvolvimento e, não obstante, o êxito industrial e exportador circunscreve-se a um subconjunto restrito destes países. Nos demais países em desenvolvimento, o uso inadequado ou excessivo destas políticas foram responsáveis em grande parte por desequilíbrios financeiros e pela estagnação, promovendo apenas a elevação dos salários e dos lucros nos setores por elas beneficiados ou o financiamento de despesas governamentais improdutivas. De acordo com Akyüz (1993), os países cujos governos foram bem-sucedidos no manejo de políticas financeiras desenvolvimentistas distinguem-se pela competência da burocracia estatal na definição correta das prioridades ("*picking winners*"), na gestão austera do montante de benefícios creditícios (evitando finanças inflacionárias) e no monitoramento dos beneficiários (condicionando a concessão destes benefícios -- subsídios, garantia de crédito -- ao desempenho dos beneficiários). A formulação bem calibrada e o acompanhamento eficaz de um programa de apoio financeiro a setores ou empresas selecionadas pressupõem tanto a definição clara e precisa de "indicadores de performance baseados em mercado -- a saber, competitividade nos mercados mundiais e performance nas exportações" como a existência de estruturas de fiscalização e de supervisão ágeis, capacitadas inclusive a revisar prontamente as medidas de incentivo sempre que surjam novas informações ou mudanças de circunstâncias. Evidentemente, a interferência governamental deve se restringir a situações em que seja inequivocamente indispensáveis e reconhecidas como tal pela sociedade. Esta legitimação social pode ser conquistada pela adoção de políticas econômicas baseadas na cooperação entre o setor público e o privado e pela inclusão do setor privado no processo de definição destas políticas através de "conselhos consultivos incluindo 'líderes industriais e cidadãos diversos' além dos burocratas" (Akiüz, 1993, p. 11).

Dada a enorme influência do grau de estabilidade do sistema financeiro sobre a eficiência com que opera, as autoridades econômicas devem estabelecer regulamentações prudenciais (referentes à concentração do crédito dos bancos em poucas empresas, à posse especulativa pelos bancos de propriedades imobiliárias, *securities* ou outros ativos de risco, e a exigências quanto a índices mínimos de capitalização e a provisões para ativos duvidosos) e construir mecanismos eficazes de supervisão das instituições financeiras com o objetivo de reprimir riscos e especulação desmedidos (facilitados com a desregulamentação). Não se pode esperar a autorregulação pelo próprio sistema bancário (acionamento quantitativo e tetos nas taxas de juros adotados voluntariamente) em países com sistemas de seguro-depósito de fácil acesso ou com tradição de *bail-out* governamental, onde a punição insuficiente para decisões imprudentes dos acionistas e gerentes incentiva o comportamento *moral hazard*.

Segundo Akyüz e Kotte, as reformas financeiras de caráter liberalizante empreendidas em estruturas econômicas e institucionais imaturas ou sob circunstâncias de instabilidade macroeconômica apresentam uma alta probabilidade de aprofundar a ineficiência alocativa e de custo, e até mesmo de se desdobrar em crise financeira. Num ambiente macroeconômico adverso (choques externos, inflação, recessão, etc.), a desregulamentação das taxas de juros e das operações financeiras pode facilmente se desdobrar em taxas de juros altas e voláteis, encurtamento dos prazos e especulação excessiva, contribuindo para piorar o combalido *cash flow* das empresas (notadamente daquelas com elevado grau de endividamento) e acarretando, por conseqüência, a ampliação na taxa de inadimplência dos empréstimos e na deterioração dos portfólios bancários.<sup>92</sup>

O desenho do aparato regulatório não pode inibir, porém, a concorrência entre instituições financeiras (caso contrário, haveria impactos adversos sobre a eficiência produtiva) e tampouco excluir do controle bancos oficiais (que devem ser impedidos de financiar despesas improdutivas, governamentais ou privadas). Na maior parte dos países em desenvolvimento, a estrutura institucional em que se assenta o sistema

---

92. Evidência disto seriam as experiências de reformas financeiras na Turquia, Filipinas e Iugoslávia nos anos oitenta, onde a liberalização das taxas de juros e a remoção dos controles administrativos na alocação dos empréstimos ensejaram simultaneamente o incremento das margens nas operações das instituições financeiras, o aumento na proporção dos empréstimos vencidos e não-pagos e a deterioração financeira das corporações. Neste sentido, a condicionalidade da liberalização financeira imposta pelos organismos financeiros internacionais para a concessão de empréstimos de estabilização às economias em desenvolvimento mostra-se equivocada pois pode resultar em instabilidade e colapso financeiro.

financeiro dificulta seu funcionamento eficiente. Em primeiro lugar, os mercados financeiros são oligopolizados, apresentando baixo grau de concorrência entre as instituições financeiras. Estas, por sua vez, mostram-se vulneráveis devido à concentração de seus empréstimos em um número restrito de grandes corporações não-financeiras. Segundo, as regulamentações prudenciais e protetoras e a supervisão mostram-se precárias e ineficazes. Terceiro, o paternalismo do governo (expresso na predisposição a socorrer sem justificativa técnica instituições financeiras em dificuldades) aliado aos esquemas de seguro-depósito incentivam os bancos a incorrerem num comportamento do tipo *moral hazard*, captando depósitos a altas taxas e aplicando-os em projetos de alto risco. Implantadas em estruturas com estas características, reformas financeiras liberalizantes podem engendrar especulação desmesurada, operações altamente arriscadas, instabilidade, discriminação do crédito para as pequenas e médias empresas, encarecimento do crédito e desperdício de recursos, comprometendo a credibilidade das instituições e dos ativos financeiros domésticos e podendo resultar em fuga de capital e em crise financeira.

Com base nesta reflexão sobre os fatores que influenciam a eficiência do sistema financeiro, Akiüz discute o tipo mais adequado de organização que deve ser visado pelas reformas deste sistema nos países em desenvolvimento. Confronta dois "tipos-ideais": o *sistema orientado pelo mercado* e o *sistema orientado por bancos*. No primeiro sistema bancos e mercados de capitais executam funções predominantemente distintas: os bancos concentram-se na captação de depósitos e na concessão de crédito de curto prazo enquanto os mercados de capitais suprem as necessidades de financiamento dos investimentos de longo prazo (como ocorre nos Estados Unidos e na Inglaterra). Esta segmentação reflete-se nas tênues relações entre ambos e na estrutura de propriedade das empresas -- dispersa entre indivíduos e investidores institucionais (Akiüz, 1993, p. 20). No segundo sistema, tipificado pelos bancos universais alemães, os interesses dos bancos comerciais e das empresas se sobrepõem: os primeiros fornecem crédito para investimento, atuam como bancos de investimento, detêm participação acionária, representam acionistas e têm assento no conselho diretor das empresas.<sup>93</sup>

Akyüz e Kotte advogam que estruturas de financiamento baseadas em crédito bancário são mais apropriadas às exigências do desenvolvimento econômico (como

---

93. No caso japonês, o controle dos bancos sobre o capital das corporações é assegurado pela posição que ocupam na posse cruzada de ações entre empresas de um mesmo grupo, inclusive financeiras e fundos de pensão. As instituições financeiras alocam seus fundos financeiros prioritariamente para empresas produtivas coligadas.

custo baixo de capital, horizontes temporais compatíveis com a assimilação pelas firmas dos ganhos com *learning by doing* e maior estabilidade financeira). Promovendo a diversificação dos riscos e usufruindo vantagens informacionais devido às economias de escala, os bancos reduzem o risco do emprestador (pois a seleção dos projetos de investimento é mais acurada e os depositantes defrontam-se com menos incertezas sobre seu capital) e, portanto, das taxas de juros, e racionam menos o crédito (devido à diminuição das imperfeições informacionais). Um dos argumentos centrais ao qual os dois economistas recorrem para fundamentar a preferência por reformas que fortaleçam o sistema de crédito bancário consiste na evidência histórica de que nenhuma experiência de industrialização moderna bem sucedida assentou-se na emissão direta de *securities*. Empréstimos bancários a custo baixo foram decisivos para que as indústrias da Alemanha e Japão conquistassem competitividade no mercado internacional. No caso do Japão, por exemplo, a primazia do crédito bancário na estrutura de financiamento viabilizou o controle do governo sobre a alocação e o custo dos empréstimos como instrumento dos propósitos desenvolvimentistas. Na Alemanha, o relacionamento estreito dos bancos com as indústrias, que remonta ao século passado, compeliu-as à "disciplina financeira" e favoreceu-as com um baixo custo do capital. As experiências destes dois países atestam que seus sistemas financeiros foram eficientes na alocação de recursos "ao menor custo possível em investimentos em áreas com uma alta taxa de retorno social" sem exercer influências adversas no volume destes recursos e na estabilidade macroeconômica (1991, p. 23). Nestes países, a volatilidade dos preços dos ativos financeiros e das taxas de juros bem como a ocorrência de colapsos financeiros e falências bancárias têm se mostrado inferior *vis-à-vis* os Estados Unidos.<sup>94</sup> Esta superioridade derivaria do comprometimento profundo e de longo prazo, inclusive patrimonial, dos bancos com as empresas que, além de assegurar a elas o suprimento de recursos a um custo baixo, livrou-as de uma preocupação excessiva com a performance financeira de curto prazo e evitou a flutuação dos preços financeiros motivada por ações especulativas exageradas. Os vínculos fortes e duradouros entre bancos e firmas engendraram uma espécie de "mercado de capital interno" que minimizou os problemas de natureza informacional. Em contrapartida, o controle dos bancos sobre as empresas as submeteu a uma disciplina financeira estrita, uma vez que eram municiados com informações precisas e atualizadas sobre o desempenho das firmas. Em circunstâncias financeiras adversas, este monitoramento sistemático viabiliza a pronta intervenção dos bancos na gestão das empresas. Os horizontes

94.            Todavia, a liberalização financeira no Japão, ao deslocar a primazia da estrutura de financiamento das corporações para fontes externas diretas, elevaria a volatilidade dos preços dos ativos financeiros e das taxas de juros e de câmbio.

temporais estreitos e os custos elevados das finanças são recorrentemente mencionados entre as causas da perda de competitividade internacional das empresas industriais americanas, cujas pressões pelos lucros de curto prazo inibiriam gastos com despesas em pesquisas e desenvolvimento -- em contraste com as firmas japonesas e alemãs. O comprometimento dos bancos com o financiamento dos investimentos na Alemanha e Japão, ao garantir maior previsibilidade no suprimento de fundos e diminuir os custos de capital, facultou às firmas o engajamento em estratégias com horizonte temporal mais longo, livrando-as das pressões por rentabilidade imediata que prevalecem em estruturas de financiamento comandadas pelos mercados de capitais.<sup>95</sup> Neste sentido, o modelo de financiamento baseado no crédito bancário mostra-se vantajoso para os países em desenvolvimento pois o alongamento dos prazos de planejamento das empresas, proporcionado pela garantia no suprimento de recursos pelos bancos, permitiria elevar a produtividade dos investimentos, uma vez que "a maior parte dos benefícios do investimento são realizados no longo prazo via processo de aprendizado" (Akiüz e Kotte, 1991, p. 18).

A posse cruzada de ações entre bancos e empresas no domínio de um mesmo grupo facilita ainda a redução do risco do mutuário (ou risco puro) uma vez que as empresas se beneficiam das "economias de escala na coleta, processamento, avaliação e disseminação das informações". A diminuição do risco do mutuário desdobra-se por sua vez na queda dos custos de financiamento (pois aquele risco é uma componente do risco do prestador e portanto influi na determinação da taxa de juros do prestador) e no incentivo para novos investimentos (a diminuição do risco puro rebaixa a taxa esperada de retorno que torna rentável um investimento já que esta taxa deve superar tanto o risco do mutuário como a taxa de juros do prestador).

Nem sempre, entretanto, o envolvimento íntimo e a propriedade entrelaçada entre bancos e empresas tem se mostrado eficiente. Em alguns países em desenvolvimento, a vinculação entre empresas industriais e financeiras através de conglomerados econômicos incentivou a especulação, o encurtamento do horizonte de decisões, e práticas fraudulentas e colusivas, resultando no colapso financeiro de empresas e bancos. Para Akyüz (1993, pp. 24-5), o funcionamento eficiente e estável

---

95. O desempenho financeiro de curto prazo, ao determinar o preço das ações, influencia a disposição do público de subscrever ações ou de adquirir *bonds*, que se reflete nas condições sob as quais as empresas podem emitir *securities*. A forte oscilação no preço das ações, por sua vez, impede de tomá-lo como parâmetro nas decisões para novos investimentos produtivos. Na maioria dos países em desenvolvimento, os problemas criados pela volatilidade do preço das ações são amplificados pela instabilidade macroeconômica.

de um sistema financeiro cuja organização gravita ao redor dos bancos pressupõe, entre outras condições, a estabilidade macroeconômica, regulamentação prudencial e supervisão efetivas, grau razoável de competição entre bancos, mecanismos que assegurem o financiamento de inovações e de novas firmas, e mercados de produtos e serviços competitivos. Sem disciplina fiscal e monetária inviabiliza-se a operação eficiente do sistema bancário devido ao impacto da inflação alta e instável sobre o crédito bancário. Regulamentações prudenciais e supervisão das autoridades monetárias são necessárias para se evitar a instabilidade financeira que, por exemplo, pode ser engendrada por riscos exagerados dos bancos, controle excessivo das firmas sobre os bancos, concentração do crédito em poucas empresas, alavancagem excessiva, etc. A concorrência do sistema bancário deve ser incentivada de modo que, sem descambar para a instabilização financeira, evite a concentração do poder de mercado. Se a concorrência nos mercados financeiros não for suficiente para prover o financiamento de atividades e empresas inovadoras, justifica-se a atuação de instituições financeiras especializadas ou o estabelecimento de controles sobre a alocação de crédito. Por último, a concorrência no setor bancário (ou, de modo mais amplo, nos mercados financeiros) não é um substituto para a concorrência nos mercados de bens e serviços, razão pela qual a eficiência do sistema bancário deve ser acompanhada de políticas que incentivem a concorrência e a eficiência nos demais mercados. Como observa Akiüz (1993, pp. 24-5), "nos países onde o sistema orientado por bancos com propriedade entrelaçada generalizada falhou, os mercados para bens e serviços eram em geral altamente oligopolizados e protegidos da concorrência. Em contraste, em países onde corporações foram encorajadas e forçadas a competir nos mercados de exportação, uma organização financeira similar fez uma grande contribuição à industrialização."

O argumento de que a adoção de sistemas financeiros centrados em torno do mercado de capital soluciona o problema de escassez de recursos para o financiamento de longo prazo dos investimentos (devido ao estímulo para a aquisição de *securities* proporcionado pela maior liquidez destes ativos no mercado secundário) é rechaçado sobretudo pela ausência de evidências empíricas que o corroborem. Inglaterra e Estados Unidos, onde as empresas emitem ações e *bonds* para financiarem seus gastos de investimento, não são instâncias comprobatórias das supostas vantagens apontadas pelos defensores deste modelo.<sup>96</sup> Com a estrutura de propriedade acionária pulverizada das

96. Supõe-se, por exemplo, que os mercados de capitais provêem recursos de longo prazo sujeitos a custos menos voláteis às empresas, e promovem a alocação mais eficiente de recursos devido à disputa entre bancos e corporações pela captação de recursos e à disciplina financeira imposta às empresas pelos acionistas e administradores de carteiras e pela ameaça de *takeovers* dos concorrentes.

empresas típica deste sistema, limita-se a capacidade e o incentivo para que os acionistas controlem e disciplinem os administradores. Ademais, uma vez que os preços das ações refletem sobretudo o desempenho de curto prazo das empresas, acionistas e administradores contemplam horizontes temporais estreitos para balizarem suas decisões. Para Akiüz (1993), a contribuição dos mercados de capitais nos países em desenvolvimento só se torna relevante, ainda que subsidiária, em estágios mais avançados do processo de industrialização, sobretudo se estes mercados operarem articuladamente com o sistema bancário. Os bancos de investimento poderiam promover esta mediação entre as empresas e os mercados de capitais pois estariam melhor habilitados a executar a incumbência de garantir o suprimento de fundos a projetos de investimento em setores selecionados através da captação direta nos mercados de capitais para posterior repasse às empresas e de facilitar o acesso das empresas de menor porte a estes mercados, além de fiscalizar o uso dos fundos pelos beneficiários.

Contestada a suposição da superioridade do modelo de financiamento calcado no mercado de capitais, Akyüz e Kotte empenham-se em demonstrar o caráter falacioso da proposição que associa a incipiência dos mercados de capitais a políticas de crédito bancário barato (e de seu corolário, que recomenda a implementação de políticas creditícias contracionistas e de juros elevados para desenvolver os mercados de capitais e induzir as empresas a abrirem seu capital). Para estes dois autores, a precariedade dos mercados de capitais nos países em desenvolvimento radica fundamentalmente na estrutura de propriedade das grandes empresas -- em geral controladas por famílias refratárias às exigências de supervisão e de transparência nas informações e decisões. O elevado *leverage* das empresas seria reforçado pela propriedade entrelaçada com os bancos, cujos empréstimos seriam canalizados predominantemente para suas coligadas sob condições preferenciais. Neste contexto, o aperto creditício e a elevação dos juros podem ser inócuos para promover o mercado de capitais, embora talvez não o sejam para prejudicar o nível de atividade econômica ou a estabilidade dos preços. Em relação à liberalização financeira mais ampla, é provável que aumente a vulnerabilidade dos mercados de capitais à especulação pois a remoção dos entraves ao nível de endividamento e à composição dos portfólios das instituições financeiras e dos agentes econômicos fomenta em geral a elevação artificial do preço das ações -- adquiridas através de empréstimos bancários. Segundo Akyüz e Kotte, medidas diretas de incentivo e de restrição (por exemplo, tetos no índice de alavancagem, isenção tributária, tratamento preferencial nos contratos governamentais às empresas abertas)

são mais eficazes para alterar a disposição das empresas para abrirem seu capital e dos poupadores a aplicarem nestes mercados.

Ainda que os mercados de capitais não sejam o fulcro da organização do sistema financeiro, é importante a adoção de regulamentações e controles que tornem seu funcionamento mais eficiente. Oscilações nos mercados acionários refletem-se negativamente sobre a estabilidade dos demais mercados financeiros e, mais importante, podem repercutir de modo desfavorável sobre os fluxos de capital e sobre a taxa de câmbio, dada a crescente abertura dos mercados acionários nos países em desenvolvimento a investidores estrangeiros. A estabilidade destes mercados exige a adoção de medidas que obriguem as empresas a publicarem balanços confiáveis e que coíbam fraudes, transações entre *insiders*, financiamento de atividades especulativas com dívida, além de uma estrutura que supervisione efetivamente empresas e acionistas. Akiüz (1993, p. 26) aponta também como alternativas contra a instabilidade dos mercados acionários, a taxação das transações de ações e a interferência nestes mercados de agências públicas ou mistas detentoras de uma carteira acionária volumosa e de investidores institucionais. A vantagem dos fundos de pensão e de previdência é que, à semelhança dos bancos japoneses e alemães, podem exercer um maior controle sobre as empresas.

As perspectivas vislumbradas por Akiüz e Kotte em relação aos efeitos da liberalização financeira interna sobre a industrialização são desfavoráveis. Taxas de juros mais altas desdobram-se no aumento dos custos de produção que pode ser repassado para os preços desde que as empresas usufruam de poder no mercado doméstico. Diferentemente, para as empresas que operam no setor de *tradeables*, o incremento dos custos financeiros pode implicar sua exclusão do mercado internacional ou seu desaparecimento, suprimindo-se conseqüentemente a motivação para investimentos em atividades exportadoras ou de substituição de importação. Por sua vez, uma desvalorização cambial com finalidade compensatória deve pressionar ainda mais o nível de preços, razão pela qual alguns países têm preservado o tratamento preferencial na concessão de crédito ao setor exportador mesmo após a promoção de reformas financeiras liberalizantes.

Os autores não vêem motivos para entusiasmo também com a desregulamentação nos fluxos financeiros com o exterior, medida posta em prática por diversos países nos anos oitenta, muitas vezes com o propósito de reverter a fuga de capitais. A abertura financeira pode ocasionar problemas sérios, reversíveis apenas a

um custo considerável. Primeiro, porque a substituição de moeda nacional por moeda estrangeira reduz a capacidade de se fazer uso da política monetária para atingir certos objetivos e amarra a taxa de juros doméstica à taxa de juros internacional. Segundo, a valorização cambial induzida pelo excessivo endividamento externo de curto prazo pelo setor privado pode se refletir sobre a competitividade das exportações. Terceiro, riscos e incertezas maiores envolvendo os ativos financeiros domésticos (devido ao grau mais elevado de instabilidade macroeconômica, de incertezas políticas e no rumo da política econômica, e de deficiências estruturais nas instituições e nos mercados financeiros) levam inevitavelmente a taxas de juros domésticas bem superiores às praticadas nos países desenvolvidos. Desvantagens no custo do capital somadas às desvantagens na produtividade (derivadas do atraso tecnológico) podem, por sua vez, inviabilizar a competitividade nos mercados internacionais e a efetivação do processo de aprendizado, a menos que sejam compensadas por desvalorizações cambiais ou pela compressão salarial, medidas cujos desdobramentos incluem pressão inflacionária, insatisfação social e menor produtividade do trabalho. Quarto, há a possibilidade de parcela considerável da poupança doméstica ser desviada para mercados financeiros externos como estratégia de diversificação dos portfólios privados.<sup>97</sup> Reconhecendo, desde logo, que medidas administrativas de controle no fluxo de capitais com o exterior são incapazes de evitar a substituição de moeda nacional por estrangeira e a fuga de capitais em ambientes de instabilidade macroeconômica, os autores consideram, entretanto, que a desregulamentação pode precipitar estes acontecimentos em situações de instabilidade não tão acentuada.<sup>98</sup> À luz destes riscos, Akyüz e Kotte chancelam "um certo grau de isolamento financeiro" para que não seja reduzido o raio de manobra dos governos no uso de políticas financeiras voltadas para a promoção do desenvolvimento econômico. Este "certo grau" significa: 1) restrições no montante e na maturidade dos ativos e passivos em moedas estrangeiras dos bancos, discriminando as operações financeiras relacionadas ao comércio daquelas de natureza essencialmente especulativa; 2) controle sobre o acesso de empresas domésticas, estatais ou privadas, aos mercados de capitais internacionais para se evitar um endividamento exagerado; 3) controle sobre os fluxos de capital externo de curto prazo.

---

97. Akyüz e Kotte alertam que se combatido por elevação das taxas de juros domésticas, este efeito talvez seja magnificado pois os poupadores podem interpretá-la como indício de problemas futuros.

98. Nas palavras dos autores: "Diferenças na fuga de capital entre países experimentando condições macroeconômicas e de pagamento similares eram freqüentemente o resultado de diferenças na extensão dos controles de capital e na efetividade administrativa com a qual as restrições eram implementadas."

Para os dois economistas (pp. 18-9), as reformas financeiras devem, além de "fortalecer o papel e a estrutura dos mercados", ter como vetor "o equilíbrio correto entre forças de mercado e intervenção na alocação dos recursos", uma vez que o "financiamento representa, talvez, depois da política comercial, a área mais importante de política econômica para a performance da indústria e do comércio". Mais uma vez fundamentam sua argumentação em evidências históricas: "quase todos os exemplos modernos de industrialização têm sido acompanhados por um grau considerável de intervenção governamental na determinação do custo e da disponibilidade de financiamento para a perseguição de políticas industriais seletivas".

#### **10. Delineamento de algumas hipóteses sobre a relação entre financiamento e desenvolvimento econômico**

O paradigma da repressão financeira teve o mérito de apontar algumas limitações presentes na teoria formulada pelos pioneiros da economia do desenvolvimento e em suas prescrições de política econômica. Estes analistas, ao defenderem a adoção de políticas financeiras que afetam a alocação dos recursos (justificando-a com base na divergência entre as taxas de retorno social e privada dos investimentos), talvez não tenham conferido a atenção necessária para questões como a capacidade dos *policy makers* de identificar corretamente os setores estratégicos para o desenvolvimento; o desvio dos fundos recebidos pelos beneficiários para usos distintos daqueles visados pelo governo; o incentivo a atividades de *rent-seeking*; e a heterogeneidade no grau de eficiência entre empresas de um mesmo setor beneficiário de políticas de subsídio.

Embebido na convicção de que a liberalização financeira representava uma condição necessária para a estabilização e o crescimento econômico e para a alocação mais eficiente dos recursos, o paradigma da repressão financeira negligenciou, porém, as imperfeições dos mercados em geral e as peculiaridades dos mercados financeiros -- caracterizados por fortes imperfeições derivadas de problemas informacionais. Estas imperfeições são tanto mais intensas quanto menos desenvolvida for a economia. Como ressaltam diversos autores acima resenhados (em particular, Akiüz e Kotte, Diaz-Alejandro e Stiglitz), diferentemente dos mercados *spot* de produtos, os mercados de crédito apresentam a especificidade de trocar dinheiro no presente por uma *promessa* de repagamento no futuro. Para ser concluída conforme o contratado, esta transação pressupõe, entre outras condições, simetria de informações entre os contratantes, infraestrutura jurídico-política que assegure a observância plena dos contratos e mercados

perfeitos para os colaterais. Tais fatores dificilmente estão presentes na realidade: é impossível ou muito custoso para o credor avaliar precisamente o grau de confiabilidade do devedor, fazer cumprir o contrato ou liquidar num tempo curto o patrimônio colateralizado. No caso dos bancos, a estas peculiaridades comuns aos intermediários financeiros, soma-se a de concentrar seus passivos em obrigações pagáveis à vista e ao par. A capacidade de emissão de substitutos quase perfeitos da base monetária torna os bancos firmas especiais onde a estabilidade e liquidez de cada firma afeta a estabilidade e liquidez de todas -- isto é, do sistema de pagamentos. Esta "externalidade" justifica regulamentações e supervisão sobre o portfólio dos ativos de cada banco e mecanismos de seguro-depósito, medidas adotadas mesmo em países cujos sistemas financeiros caracterizam-se pelo *laissez faire*.

Por sua vez, as imperfeições dos mercados em geral, ao engendrarem discrepâncias entre retornos sociais e privados dos investimentos, fornecem uma *rationale* para interferências corretivas do governo ou de outras instituições extra-mercado na alocação de recursos. Em particular, há espaço para a alocação de recursos se tornar mais eficiente através de "distorções" promovidas pela ação do governo nos mercados financeiros (garantia de financiamento, parceria nos riscos dos projetos, taxas preferenciais, controles sobre o portfólio dos empréstimos bancários, etc.). Manejando a rentabilidade relativa dos empréstimos setoriais mediante a alocação de subsídios creditícios, o estado pode promover atividades de maior retorno social (preteridas ou não percebidas pelos emprestadores devido a falhas de mercado) que resultam na dinamização dos mercados e no aumento da eficiência econômica. Como vimos, um segmento expressivo da literatura tem reconhecido a influência sobre a acumulação de capital (em particular sobre o padrão tecnológico) e sobre a competitividade nos mercados internacionais, das imperfeições dos mercados financeiros, fatores estes reiteradamente descurados nos modelos de orientação ortodoxa. Estas imperfeições e ineficiências, cuja magnitude e mecanismos para enfrentá-las associam-se a características históricas e institucionais (como estrutura dos mercados, formas de organização das empresas, grau de desenvolvimento econômico, etc), afetam as decisões empresariais a respeito dos riscos, da escala de operações e do horizonte temporal dos investimentos.

Deste modo, parece-nos persuasiva a idéia defendida por Akiüz & Kotte, Stiglitz, Taylor e Zysman de que, sob uma ótica dinâmica, intervenções estatais, distorções nos preços e desenvolvimento de instituições ou comportamentos extra-

mercados podem acelerar o crescimento da produtividade através dos efeitos que provocam sobre a expansão do capital humano e sobre a incorporação do progresso tecnológico. Como exemplos desta "heterodoxia" podem ser mencionados a montagem de estratégias econômicas de longo prazo assentadas na sinergia estado, empresas e trabalhadores; o suporte a grandes empresas visando a obtenção de economias de escala e dos ganhos advindos com o processo de *learning* e de absorção de tecnologia; e arranjos diversos de comprometimento dos bancos com o programa de investimento definido pelas estratégias de desenvolvimento. Tais alternativas escapam ao campo de visibilidade da perspectiva ortodoxa, imersa num viés estático e negligente com as estruturas de mercado e com as instituições, deficiências estas que se mostram tanto mais graves quanto maiores as vantagens comparativas dinâmicas e o potencial para *learning by doing* de uma indústria -- e as experiências recentes têm demonstrado a importância crucial dos segmentos industriais com estas características para o crescimento acelerado e para o *upgrading* industrial.

Nos países em desenvolvimento, a ingerência do estado na alocação e nos termos dos empréstimos pode ser crucial para induzir os empresários a inovarem e para dotá-los das condições financeiras indispensáveis à consecução do processo de *learning* -- cujo *timing* nem sempre se mostra compatível com as exigências de rentabilidade de curto prazo. Dificilmente, o setor financeiro privado nestes países concederia suporte financeiro a projetos de investimento em inovação -- e portanto de maior risco -- pleiteado por empresas que *ex ante* não usufruem de ganhos de escala e de escopo (mas que podem ser obtidos através da conquista de mercados internacionais), ainda mais se o grau de endividamento delas for alto. Sendo tecnologia um bem cuja produção e aquisição apresentam imperfeições (envolve economias de escala, assimilação de *know-how* para que seu uso seja eficiente, e externalidades entre níveis de produção, preços e escolha técnica), restrições financeiras decorrentes do livre funcionamento dos mercados podem retardar a incorporação do progresso técnico. Políticas financeiras podem ainda favorecer a competitividade das empresas no mercado mundial se promoverem o rebaixamento do custo de capital.

Todavia, o êxito das políticas financeiras como instrumento de desenvolvimento pressupõe entre outras condições: (1) uma burocracia estatal qualificada para eleger corretamente os setores a serem incentivados e cujas taxas sociais de retorno dos investimentos excedam consideravelmente as taxas privadas de retorno; (2) medidas que inibam o deslizamento abusivo para atividades de *rent-seeking* (tomando como

parâmetro para a concessão de subsídios, por exemplo, o desempenho na produção e na exportação); (3) a existência de canais de comunicação ágeis entre empresas e governo para que ambos disponham do máximo de informações relevantes para a tomada de decisões; (4) a inserção destas políticas numa estratégia mais ampla de desenvolvimento que as combine com outros instrumentos de política para assegurar a conquista de competitividade nos mercados mundiais.

Nesta longa exposição das principais vertentes interpretativas sobre os vínculos entre fatores financeiros e desenvolvimento econômico tentou-se enfatizar os argumentos que revelam a precariedade dos fundamentos empíricos e analíticos sobre os quais se apoiam os defensores da remoção de distorções criadas pelo intervencionismo como única via para se atingir a eficiência alocativa e o crescimento sustentado da produção e da produtividade. Se os desastres flagrantes nos quais redundou o intervencionismo exagerado servem para descartá-lo como padrão de organização econômica, o êxito dos processos de industrialização retardatária em que a intervenção estatal deu-se através de políticas consistentes de promoção de competitividade e de *upgrading* industrial, compatíveis e cooperativas com o funcionamento dos mercados, como no Japão, sugere uma via alternativa para a atuação ativa e eficiente do estado na economia. Na próxima parte da tese, busca-se mostrar como a Coreia vem trilhando com sucesso esta via, examinando-se os efeitos do controle governamental sobre o sistema financeiro.

**PARTE II**

**O FINANCIAMENTO DO DESENVOLVIMENTO  
ECONÔMICO NA CORÉIA**

## Capítulo 2

### A estratégia coreana de desenvolvimento

Chama atenção a recorrência com que a literatura a respeito das relações entre fatores financeiros e desenvolvimento econômico remete-se à experiência financeira coreana. Perspectivas antagônicas no debate buscam legitimação empírica no caso coreano em razão do sucesso estrondoso deste país em transformar uma economia predominantemente agrícola e rudimentar em uma economia industrial diversificada e com vantagens competitivas nos mercados internacionais de produtos com alta intensidade de capital, tecnologia e conhecimento em pouco mais de duas décadas.<sup>1</sup> A multifacetada história financeira da Coreia responde em parte por estas divergências: alternância entre fases de estagnação ou retrocesso financeiro e fases de expansão, políticas financeiras de natureza variada e oscilação entre propriedade estatal e privada dos bancos comerciais podem servir de base para sugerir conexões as mais variadas entre condições financeiras e desempenho macroeconômico.

Difícilmente o sucesso da experiência coreana se presta à legitimação de concepções que conferem a um ou dois fatores o *status* de motor do desenvolvimento econômico. O crescimento acelerado e a notável transformação estrutural da economia coreana nos últimos trinta anos exigem como condição de inteligibilidade que se focalize um elenco amplo e variado de aspectos, no qual certamente se incluem, apenas para citar alguns: a gestão adequada das políticas macroeconômicas e de *targeting* industrial; a disciplina, a abundância e a qualificação da força de trabalho; a capacitação empresarial; os investimentos em capital humano e tecnologia; o sistema de incentivos governamentais -- subsídio ou garantia de crédito, proteção contra importações, benefícios fiscais; e a contribuição dos empréstimos externos. Portanto, embora o fio condutor deste capítulo resida na influência dos fatores financeiros sobre o desenvolvimento econômico coreano, não se lhes atribui qualquer monopólio explicativo.<sup>2</sup>

- 
1. Entre 1965 e 1986, o PNB *per capita* cresceu a uma média anual de 6,7% (enquanto o conjunto dos países em desenvolvimento crescia a uma taxa de 2,9%), e em 1992 atingiu US\$ 6680 (ver tabela 1). A tabela 2 apresenta uma comparação entre as taxas de crescimento do produto, dos investimentos, das exportações e da indústria manufatureira do Brasil e da Coreia, enquanto a tabela 3 confronta o desempenho por grupo de indústria em alguns países em desenvolvimento. A tabela 4 indica a preponderância dos produtos industriais mais complexos na pauta de exportações coreana.
  2. Para uma compreensão do conjunto de fatores que explica o sucesso econômico da Coreia, ver Amsden (1989), Dornbusch & Park (1987), World Bank (1987; 1984) e Chang (1993).

Tabela 1

## NÍVEIS DE PRODUTO, PRODUTO PER CAPITA, TAXA DE CÂMBIO E TAXAS DE CRESCIMENTO

Ano	PIB em US\$ milhões	PNB em US\$ milhões	PIB per capita em US\$	PNB per capita em US\$	Taxa de Câmbio (Won/US\$) (1)	Taxas reais de crescimento (em %) (2)			PIB
						Investimento	Exportação	Importação	
1963	3843.1	3861.5	142.87	143.55	130.00	-	-	-	-
1964	2780.2	2799.4	100.44	101.13	255.77	-29.69	-29.55	96.75	-27.51
1965	2936.6	2965.6	103.66	104.68	271.78	3.20	3.51	6.26	5.94
1966	3776.1	3824.0	130.39	132.05	271.18	25.79	26.14	-0.22	28.94
1967	4584.9	4665.0	152.17	154.83	274.60	16.70	17.25	1.26	21.99
1968	5790.4	5872.1	187.76	190.41	281.50	23.39	22.98	2.51	25.88
1969	6996.2	7078.3	221.82	224.42	304.45	18.14	17.87	8.15	20.54
1970	8602.6	8640.5	266.83	268.00	316.65	20.29	19.42	4.01	22.07
1971	9051.7	9041.0	275.30	274.97	373.30	3.17	2.60	17.89	4.64
1972	10453.7	10413.6	311.96	310.76	398.90	13.32	13.02	6.86	15.18
1973	13625.2	13532.1	399.56	396.84	397.50	28.08	27.70	-0.35	29.95
1974	15638.4	15502.1	480.81	446.87	484.00	12.82	12.61	21.76	14.56
1975	21124.0	20795.5	598.75	589.44	484.00	32.82	31.90	0.00	34.15
1976	28917.4	28549.6	806.62	796.36	484.00	34.72	35.10	0.00	37.29
1977	37343.0	36791.3	1025.62	1010.47	484.00	27.15	26.89	0.00	28.87
1978	50262.4	49590.9	1359.55	1341.38	484.00	32.56	32.75	0.00	34.79
1979	64716.9	63640.5	1724.41	1695.72	484.00	26.84	26.42	0.00	28.33
1980	57646.6	55690.3	1512.24	1460.92	659.90	-12.30	-13.85	36.34	-12.49
1981	67783.0	64993.6	1750.59	1678.55	700.50	15.76	14.90	6.15	16.71
1982	72707.0	69687.5	1848.64	1771.87	748.80	5.60	5.56	6.90	7.22
1983	80242.6	77588.9	2010.59	1944.10	795.50	8.76	9.72	6.24	11.34
1984	87797.9	84703.9	2172.68	2096.11	827.40	8.06	7.82	4.01	9.17
1985	90818.9	87719.6	2225.41	2149.46	890.20	2.43	2.55	7.59	3.56
1986	108458.3	105176.5	2633.76	2554.07	861.40	18.35	18.82	-3.24	19.90
1987	136852.2	133818.0	3292.09	3219.10	792.50	25.00	26.04	-8.02	27.23
1988	187053.1	184521.3	4456.83	4396.50	684.10	35.38	36.58	-13.66	37.89
1989	210419.4	208643.3	4963.06	4923.16	679.60	11.40	11.98	-0.66	13.07
1990	241099.9	239374.7	5623.98	5583.73	716.40	13.27	13.42	5.41	14.73
1991	273660.6	271662.7	6324.49	6278.32	760.80	12.46	12.44	6.20	13.49
1992	293920.6	291652.7	6732.03	6680.09	788.40	6.44	6.40	3.63	7.36

Nota: 1) Taxa de câmbio no final do período.

2) Para o cálculo das taxas reais de crescimento do PIB, importação, exportação e investimento, foram utilizados os valores em Won e o deflator do PIB.

Fonte: FMI (1993). Estatísticas Financeiras Internacionais: Análise.

Tabela 2

## PERFORMANCE MACROECONÔMICA: BRASIL E REPÚBLICA DA CORÉIA (1)

	1970-75		1975-80		1980-87	
	Brasil	República da Coréia	Brasil	República da Coréia	Brasil	República da Coréia
PIB	10.7	9.4	6.6	8.3	3.3	8.6
FBCF	15.8	10.9	3.7	17.2	-0.4	10.5
Exportação de bens e serviços	11.9	25.9	8.3	14.9	5.9	12.7
Importação de bens e serviços	18.7	15.6	1.1	16.5	-4.1	8.4
Indústria total	11.5	17.2	6.9	13.8	2.7	11.1
Indústria manufatureira	11.5	18.4	6.6	14.4	2.1	10.6

Nota: 1) Taxa média de crescimento anual.

Fonte: United Nations, National Accounts Statistics: Analysis of Main Aggregates (vários números).

Tabela 3

DESEMPENHO INDUSTRIAL ENTRE 1979 E 1988  
PARA ALGUNS PAÍSES SELECIONADOS (1)

	Brasil	Chile	Coréia	México
Indústrias Pesadas (2)	0.6	1.6	17.2	2.7
Indústrias Químicas (3)	2.6	0.6	7.5	3.4
Indústrias Leves (4)	1.5	2.6	7.8	1.8
Indústria Manufatureira	1.5	2.7	11.7	2.1

Notas: 1) Taxas médias anuais de crescimento real da produção.

- 2) Incluem indústrias de ferro e aço, metais não-ferrosos, produtos metálicos, máquinas, equipamentos de transporte e aparelhos de precisão.
- 3) Incluem indústrias de produtos químicos, refinarias de petróleo, derivados de petróleo e carvão, produtos de borracha e produtos plásticos.
- 4) Incluem indústrias alimentícias, bebidas, fumo, têxteis, vestuário, couro e derivados, calçados, produtos de madeira, móveis, papel e celulose, cerâmicas, vidro, produtos não-metálicos e outros.

Fonte: Chang (1993, p. 135).

Tabela 4  
**EXPORTAÇÕES POR GRUPO DE MERCADORIA**

	1984	1985	1986	1987	1988	1992	1993
Alimentos e bens de consumo direto	4.4	4.2	4.9	4.6	4.3	3.1	2.8
Matérias-primas e combustíveis	4.4	4.5	3.5	3.2	2.3	4.1	4.2
Produtos da indústria leve	38.0	36.9	41.6	41.5	39.4	32.4	29.3
Têxteis	22.9	21.9	23.7	23.3	22.2	19.6	18.4
Indústria pesada e química	53.2	54.4	50.1	50.6	53.9	60.4	63.7
Produtos químicos	1.6	1.9	1.9	1.8	2.0	4.5	4.6
Produtos de ferro e aço	11.9	11.0	9.7	8.4	8.9	9.2	9.8
Máquinas	3.7	4.6	5.6	6.8	8.2	9.9	10.5
Produtos eletrônicos	11.0	9.6	12.0	13.6	14.1	16.7	16.4
Automóveis	0.8	1.8	4.0	6.2	6.0	4.1	5.9
Navios	16.0	16.6	5.2	2.9	2.9	5.4	4.9
<b>TOTAL DAS EXPORTAÇÕES (1)</b>	100.0 (29245)	100.0 (30283)	100.0 (34715)	100.0 (47281)	100.0 (60696)	100.0 (76632)	100.0 (82236)

unidade: %

Nota: 1) Os valores entre parênteses representam o montante das exportações em US\$ milhões.

Fontes: KEB (1989), The Korean Economy (p. 22-23);

KEB (1994), Quarterly Review (n. 1, p. 9).

A perspectiva da argumentação consiste em demonstrar como a organização do sistema financeiro coreano deriva essencialmente da estratégia desenvolvimentista, podendo ser entendida como seu desdobramento e instrumento. Defende-se que as políticas, as instituições e a estrutura relacionadas ao setor financeiro foram modeladas de modo a se adequarem às necessidades desta estratégia, sendo-lhe portanto caudatárias. Mais do que trilhar uma lógica própria, o arranjo financeiro encaixa-se na *rationale* dos planos quinquenais de desenvolvimento, cuja concepção e implementação não sofreram solução de continuidade desde que foram entabulados em 1961. Por esta razão, este capítulo revê de modo conciso as características principais do modelo de crescimento acelerado inaugurado com a instauração do regime militar há mais de 30 anos.

\*\*\*

Fustigada desde o final da Segunda Guerra Mundial, primeiro pela drenagem de capital e de recursos humanos que se segue à libertação do jugo colonial japonês e depois pela divisão do país que culmina com a Guerra da Coreia entre 1950 e 1953, a economia coreana concentra esforços nos anos subseqüentes na reconstrução da infraestrutura e das instalações industriais destruídas. Estes programas de reconstrução contavam com o apoio financeiro e operacional do exterior, em particular com a ajuda norte-americana -- motivada por interesses geopolíticos. Com a economia razoavelmente reorganizada, o governo a partir de 1957 tenta estabilizar os preços ao mesmo tempo que persegue uma política industrial voltada para a substituição de importações nos setores de bens de consumo. Como instrumentos desta política protecionista, recorre a restrições quantitativas à importação e à imposição de tarifas elevadas. Foram adotadas, também, algumas medidas de incentivo às exportações -- insuficientes, entretanto, para que estas crescessem significativamente.<sup>3</sup>

No início dos anos 60, a estratégia de desenvolvimento traçada pelo novo governo imprime à economia uma orientação marcadamente exportadora, sobretudo a partir de 1964 (Kwack & Chung, 1986, p. 124).<sup>4</sup> A implementação desta estratégia exigiu o recurso ao capital estrangeiro, que ingressa preponderantemente na forma de empréstimos, sendo os investimentos diretos pouco expressivos -- uma característica que perduraria nas décadas seguintes (ver tabela 5). Até o início dos anos setenta, o

3. Uma das razões que bloqueou a expansão das exportações neste período foi a taxa de câmbio persistentemente sobrevalorizada, não obstante as sucessivas desvalorizações da moeda nacional efetivadas pelo governo.

padrão de crescimento econômico apresenta um caráter eminentemente extensivo, apoiando-se na exploração da mão-de-obra abundante e de outros recursos ociosos que definiam as vantagens comparativas da economia coreana em favor sobretudo das exportações de bens intensivos em trabalho. Diversas análises (World Bank, 1987; Nam; SaKong; Korea Exchange Bank, 1989) entendem que durante a vigência do 1<sup>o</sup> e 2<sup>o</sup> planos quinquenais (respectivamente, 1962/1966 e 1967/1971), a intervenção governamental na economia não apresentou um viés setorial (no sentido de influir na composição industrial), recorrendo basicamente a políticas de incentivo de caráter funcional -- como a promoção das exportações em geral, sem discriminação entre as indústrias exportadoras.

Nos anos setenta, este quadro seria alterado. Devido à combinação de um conjunto de fatores, passa a prevalecer uma política de *targeting* industrial marcadamente setorial, ainda que as exportações permaneçam entre as principais prioridades governamentais (World Bank, 1987, v. II, p. 101). No plano político, a retirada em 1971 de mais de 30% do contingente das tropas americanas estacionadas no país e a aproximação do governo dos Estados Unidos com a China, ao descortinar a possibilidade de retirada do apoio militar americano, impele o governo coreano a desenvolver indústrias estratégicas do ponto de vista da defesa da soberania. Economicamente, a ameaça de perda de competitividade nos produtos que até então haviam predominado na pauta de exportações da Coreia -- advinda com o rápido incremento dos salários domésticos e com a concorrência crescente de outros países em desenvolvimento (China inclusive) -- e o aumento do protecionismo nos países desenvolvidos contra as manufaturas leves dos países em desenvolvimento explicitaram a necessidade de se adotar uma estratégia voltada para o *upgrading* da estrutura industrial de modo a tornar a economia menos dependente e de capacitá-la a penetrar nos mercados internacionais de produtos de valor adicionado mais alto e tecnologicamente mais sofisticados, a exemplo do caminho percorrido pelo Japão. Sob este pano de fundo, o 3<sup>o</sup> e o 4<sup>o</sup> planos quinquenais redirecionam o eixo do crescimento das manufaturas leves para as indústrias pesadas e químicas (HCI), selecionadas pela potencialidade exportadora e por poderem fornecer insumos intermediários para as indústrias exportadoras.<sup>5</sup> A escalada do preço do petróleo em 1973 e 1974 reforçaria o

---

4. Além de medidas de incentivo na área creditícia e fiscal, o governo desvaloriza a taxa de câmbio da moeda doméstica em relação ao dólar em 100% em 1961 e em 1964.

5. De acordo com a classificação do Banco da Coreia (BOK), as HCI compreendiam três grupos: as indústrias química, de petróleo, e de carvão; as indústrias de metais básicos (aço, ferro e metais não-ferrosos); e as de produtos metálicos manufaturados, máquinas, máquinas e instrumentos elétricos e eletrônicos, equipamentos de transporte e equipamento de

comprometimento do governo com o programa de investimentos nas HCI por convencê-lo dos riscos envolvidos num padrão de crescimento em que o suprimento de produtos estratégicos provém do exterior e da importância de se buscar a independência econômica.<sup>6</sup>

Face às economias de escala presentes em muitas destas indústrias, a competitividade coreana exigiria a instalação de plantas com capacidade produtiva superior à demanda do mercado doméstico. Deste modo, dado o montante gigantesco das necessidades de financiamento e os riscos elevados envolvidos nestes projetos de investimentos, o governo aprofunda os mecanismos de incentivo e alocação seletivos para induzir as empresas a se engajarem na consecução dos *targets*: concessões fiscais,<sup>7</sup> proteção contra a concorrência externa,<sup>8</sup> valorização cambial<sup>9</sup> e, talvez o mais importante, crédito bancário preferencial com taxas de juros baixas às indústrias selecionadas (World Bank, 1987, v. 1; Kwack & Chung, p. 133; Nam). A viabilização financeira do ambicioso programa de investimento dependeria ainda de influxos copiosos de capital externo na forma de empréstimos. A partir do 3<sup>o</sup> plano quinquenal, a criação de vantagens competitivas para as indústrias selecionadas -- que muitas vezes significou a própria criação de indústrias -- constituiria a tônica da política industrial coreana. O amplo espectro de incentivos concebido pelo governo para diversificar a estrutura industrial resultaria em uma forte expansão dos investimentos, especialmente das HCI.<sup>10</sup>

---

precisão. Destacavam-se entre as prioridades governamentais notadamente o setor de máquinas, navios, aços, automóveis e nafta (World Bank, 1987, v. II, pp. 100-1).

6. Cabe ressaltar que, ainda nos anos sessenta, o governo adota medidas de *targeting* industrial específicas para determinadas indústrias, como por exemplo as leis especiais de promoção às indústrias de máquinas e navios de 1967 (World Bank, 1987, v. I, p. 38). Em confronto, todavia, com a intensidade e a abrangência com que o governo faria uso dos instrumentos de política industrial de caráter setorial na década seguinte, estas medidas revelam-se inequivocamente modestas.
7. A Lei de Controle da Isenção e Redução Tributária de 1974 oferecia um menu com três alternativas de incentivos para as empresas qualificadas: 1) isenção tributária por cinco anos; 2) crédito tributário de 8% dos gastos com investimentos em máquinas e equipamentos; 3) depreciação especial de 100%. Através destes incentivos, a alíquota da tributação podia ser reduzida em 60% para as empresas dos setores favorecidos. Vale ressaltar que, segundo Nam (p. 9), os incentivos fiscais para exportação declinaram nos anos 70.
8. A taxa de liberação das importações (índice que representa a parcela de uma lista de quase 8 mil itens cuja importação prescinde de aprovação prévia) situou-se em torno de 40% na segunda metade dos anos 70, elevando-se para 57% em 1980. Beneficiaram-se das medidas protecionistas sobretudo as indústrias de transporte e alguns setores das indústrias de máquinas e equipamentos.
9. O regime de taxas de câmbio fixas que prevaleceu na segunda metade dos anos 70 reduziu o custo dos investimentos em equipamentos importados -- financiados em geral com empréstimos externos (ver tabela 1).
10. De acordo com o World Bank (v. I, p. 40), as metas de investimento nas HCI estipuladas pelo 4<sup>o</sup> plano quinquenal (contemplando o período 1977-1981) haviam sido majoritariamente cumpridas já no terceiro ano, enquanto o

Tabela 5

## FINANCIAMENTO BRUTO DO EXTERIOR DE LONGO PRAZO (1)

Ano	Total		Empréstimos Totais		Empréstimos Públicos		Empréstimos Comerciais		Investimento Direto	
	US\$ milhões	%	US\$ milhões	%	US\$ milhões	%	US\$ milhões	%	US\$ milhões	%
1964	33.20	100.00	30.15	90.80	11.09	33.40	19.07	57.40	3.05	0.20
1965	49.84	100.00	39.10	78.40	11.21	22.50	27.89	56.00	10.74	21.50
1966	177.24	100.00	172.42	97.30	62.75	35.40	109.66	61.90	4.82	2.70
1967	120.21	100.00	217.52	94.50	79.76	34.60	137.79	59.90	12.67	5.50
1968	378.90	100.00	364.25	96.10	112.13	29.60	252.11	66.50	14.74	3.90
1969	515.91	100.00	508.95	98.70	148.09	28.70	360.86	69.90	6.96	1.30
1970	454.89	100.00	429.61	94.40	146.66	32.20	282.96	62.20	25.27	5.60
1971	680.79	100.00	644.08	94.60	324.54	47.70	319.54	46.90	36.72	5.40
1972	797.32	100.00	736.09	92.30	437.54	54.90	293.55	37.40	61.23	7.70
1973	1022.69	100.00	864.25	84.50	403.40	39.50	460.66	45.00	158.44	15.50
1974	1150.96	100.00	988.34	85.90	385.26	33.50	603.68	52.40	162.63	14.10
1975	1347.51	100.00	1278.34	94.90	476.92	35.40	801.52	59.50	69.17	5.10
1976	1657.48	100.00	1551.91	93.60	712.99	43.00	838.91	50.60	105.57	6.40
1977	1981.34	100.00	1879.06	94.80	637.05	32.20	1241.11	62.60	102.29	5.20
1978	2831.60	100.00	2731.14	96.50	817.94	28.90	1913.20	67.60	100.46	3.50
1979	2794.69	100.00	2667.72	95.50	1089.22	39.00	1578.50	56.50	126.98	4.50
1980	3015.52	100.00	2918.89	96.80	1516.50	50.30	1402.39	46.50	96.64	3.20
1981	3042.05	100.00	2936.61	96.50	1689.53	55.50	1247.08	41.00	105.45	3.50
1982	2882.36	100.00	2781.76	96.50	1868.09	64.80	913.67	31.70	100.60	3.50
1983	2568.33	100.00	2466.86	96.10	1493.41	58.20	972.84	37.90	101.43	3.90
1984	2548.00	100.00	2282.00	89.56	1424.00	55.89	858.00	33.67	266.01	10.44
1985	2238.00	100.00	1988.00	88.83	1024.00	45.76	964.00	43.07	250.00	11.17
1986	2977.00	100.00	2500.00	83.98	880.00	29.56	1620.00	54.42	477.00	16.02
1987	3293.00	100.00	2667.00	80.99	1109.00	33.68	1558.00	47.31	626.00	19.01
1988	2773.00	100.00	1879.00	67.76	891.00	32.13	988.00	35.63	894.00	32.24
1989	2147.00	100.00	1335.00	62.18	475.00	22.12	860.00	40.06	812.00	37.82
1990	1343.00	100.00	448.00	33.36	418.00	31.12	30.00	2.23	895.00	66.64
1991	1595.00	100.00	420.00	26.33	420.00	26.33	0.00	0.00	1175.00	73.67

Nota: 1) Financiamento de prazo superior a um ano.

Fontes: Amsteden (1988, p.516);

KEB (1991), Monthly Review (n. 1);

KEB (1992), Quarterly Review (n. 4);

World Bank (1987, v. 1, p. 168).

Em 1980, o quadro econômico se deterioraria seriamente: além da aceleração da inflação e do descomunal déficit em conta corrente do balanço de pagamentos (ver tabelas 6 e 7), o PIB recuaria pela primeira vez na história recente do país, elevando fortemente o grau de ociosidade em algumas indústrias.<sup>11</sup> As autoridades econômicas recorrem a políticas de austeridade fiscal e monetária para combater a inflação, combinando-as todavia com medidas heterodoxas de controle dos preços (*guidelines* informais para salários, tetos nas taxas de juros, etc.) para evitar o prolongamento da recessão.

As interpretações acerca dos motivos que engendraram estes desequilíbrios são controversas, podendo-se divisar duas vertentes. De um lado, os adeptos do paradigma da conformação ao mercado, que tendem no essencial a associá-los a fatores estruturais, mais precisamente aos "fracassos de governo": a excessiva ingerência do estado na economia -- manifestada por exemplo nas distorções dos preços -- teria implicado ineficiências na alocação dos recursos, cujos efeitos foram se acumulando ao longo de quase duas décadas de crescimento econômico acelerado. O descompasso entre as exigências de gastos dos planos quinquenais de desenvolvimento e a disponibilidade doméstica de recursos forçaria o endividamento externo e a expansão monetária, resultando em inflação crônica que comprometia a competitividade nos mercados internacionais. Estes desequilíbrios se intensificariam nos anos 70 com o programa de investimentos nas HCI, que, além de ambicioso, dissiparia fundos em projetos redundantes e ineficientes. O desvio de recursos econômicos das atividades em que o país usufruía vantagens comparativas redundaria inevitavelmente no panorama que se instaura no início da década seguinte: a quarta maior dívida externa, inflação de quase 40% e concentração econômica. Ito, Cho (1988), Hong, Cho & Cole, Virmani, Kwack & Chung, e os estudos do World Bank (1987; 1984) são representativos desta primeira corrente. A visão alternativa, postulada por entre outros analistas Amsden (1989), Amsden & Euh (1993), Chang (1993), e Dornbusch & Park (1987), enfatiza os aspectos de ordem conjuntural, imputando esses desequilíbrios, a fatores como o segundo choque do petróleo, a concomitância entre a maturação dos investimentos nestas indústrias e a recessão internacional, o assassinato do presidente em 1979 e a agitação política que se segue, e a péssima safra de 1980.

---

desenvolvimento nas indústrias leves era bem mais lento. Estima-se que o primeiro grupo de indústrias foi responsável por quase 80% dos dispêndios em investimento do setor manufatureiro entre 1977 e 1979.

11. Virmani (p. 51) menciona que neste ano a utilização da capacidade caiu para 44% na indústria de equipamentos de transportes e para 42% no setor de máquinas.

Tabela 6  
 VARIAÇÃO DOS ÍNDICES DE PREÇOS

unidade: %

Ano	IPA (1)	IPC (2)
1965	10.3	
1970	9.0	15.6
1975	26.3	25.2
1978	11.6	14.4
1979	18.8	18.1
1980	38.9	28.6
1981	20.4	21.3
1982	4.7	7.3
1983	0.2	3.4
1984	0.7	2.3
1985	0.9	2.5
1986	-1.5	2.8
1987	0.5	3.0
1988	2.7	7.1
1989	1.5	5.7
1990	4.2	8.5
1991	1.9	9.5
1992	1.6	4.5
1993	2.0	5.8

Notas: 1) IPA: Índice de Preços no Atacado.

2) IPC: Índice de Preços ao Consumidor.

Fontes: KEB, Monthly Review (vários números);

KEB, Quarterly Review (vários números).

Tabela 7  
**CONTA CORRENTE DO BALANÇO DE PAGAMENTOS**  
 (Porcentagem em relação ao PNB)

Ano	PNB (em US\$ milhões) (1)	Exportação de Mercadorias	Importação de Mercadorias	Saldo no Balanço Comercial	Exportação de Serviços Não Fatores	Importação de Serviços Não Fatores	Exportação menos Importação de Serviços Não Fatores	Saldo na Conta Corrente do Balanço de Pagamentos
1965	2965,6	5,90	14,03	-8,13	3,71	2,23	1,48	0,27
1970	8640,5	10,21	20,88	-10,67	4,93	3,47	1,46	-7,21
1975	20795,5	24,06	32,09	-8,04	3,83	4,18	-0,35	-9,08
1976	28549,6	27,37	29,44	-2,07	5,34	4,17	1,17	-1,09
1977	36791,3	27,31	28,60	-1,30	7,57	5,50	2,07	0,22
1978	49590,9	25,63	29,22	-3,59	8,18	6,44	1,74	-2,19
1979	63640,5	23,11	30,01	-6,91	6,90	5,50	1,40	-6,32
1980	55690,3	30,91	38,78	-7,87	8,45	7,28	1,17	-9,55
1981	64993,6	31,80	37,39	-5,58	8,86	6,80	2,06	-7,15
1982	69687,5	29,96	33,68	-3,72	9,58	5,96	3,62	-3,80
1983	77588,9	29,91	32,18	-2,27	8,34	5,35	2,99	-2,07
1984	84703,9	31,09	32,31	-1,22	7,62	4,95	2,67	-1,62
1985	87719,6	30,14	30,17	-0,02	6,38	4,67	1,71	-1,01
1986	105176,5	32,24	28,24	4,00	6,53	4,37	2,16	4,39
1987	133818,0	34,56	28,83	5,72	6,57	4,03	2,54	7,36
1988	184521,3	32,33	26,12	6,20	5,24	3,70	1,54	7,67
1989	208643,3	29,43	27,23	2,20	4,95	4,48	0,47	2,42
1990	239374,7	26,37	27,21	-0,84	4,67	4,66	0,01	-0,91
1991	271662,7	25,61	28,18	-2,57	4,48	4,90	-0,43	-3,21
1992	291652,7	25,77	26,51	-0,74	4,34	5,04	-0,70	-1,55

Nota: 1) O PNB foi convertido em US\$ pela taxa de câmbio do final de cada ano.

Fonte: FMI (1993), *Estadísticas Financieras Internacionales*, Anuario.

Evidentemente, as divergências em torno das raízes dos desequilíbrios no início dos anos oitenta trasladam-se para as interpretações das mudanças nas políticas econômicas que se processam nesta década.<sup>12</sup> Segundo o discurso do Bank of Korea (1990b, p. 3), o reconhecimento da gravidade dos problemas estruturais acumulados na busca do crescimento acelerado das duas décadas anteriores persuade o governo a confiar a administração da economia mais às forças de mercado de modo a promover a alocação eficiente dos recursos, baseando-se "na premissa de que a intervenção direta não era mais factível nem certamente desejável à luz da crescente sofisticação da economia".<sup>13</sup> Para além dos exageros retóricos das autoridades monetárias, é fato, porém, que estabilizada a economia, o governo afrouxa os controles e regulamentações sobre os mercados, reformando em parte o sistema de incentivo industrial (reduz, por exemplo, as barreiras protecionistas e avança no processo de desregulamentação financeira).

Alguns analistas identificam uma mudança no caráter da política industrial a partir de 1980, que se desviaria dos incentivos concedidos a segmentos selecionados para incentivos funcionais. Mencionam como exemplos desta alteração a reforma tributária de 1981 -- que suprime grande parte dos incentivos a indústrias estratégicas -- e a substituição em junho de 1986 das sete leis de promoção de indústrias específicas, decretadas ao longo da década de 70,<sup>14</sup> pela Lei de Desenvolvimento Industrial, que "confinaria" a intervenção governamental no setor industrial a dois tipos de fracassos de mercado: o *phasing-out* de indústrias decadentes e a capacitação tecnológica de indústrias emergentes cuja competitividade internacional não pode ser atingida pelo mecanismo de mercado.<sup>15</sup>

Delineada de modo sumário a trajetória do padrão de crescimento industrial coreano nestas três últimas décadas, cabe explicitar as principais características que

12. Um exemplo desta alteração no regime de política econômica seria dado pela Lei de Regulamentação do Monopólio e Comércio Justo, instituída com o objetivo declarado de fomentar a concorrência entre as firmas.
13. Mais recentemente, o Bank of Korea (1993, p. 30) vincula ao objetivo de ampliar a eficiência econômica o redirecionamento nos anos oitenta da política desenvolvimentista -- antes assentada na iniciativa e comando governamental -- para a "liderança do setor privado conduzida pelo mecanismo de mercado".
14. As indústrias contempladas eram: máquinas, eletrônica, têxtil, ferro e aço, metais não-ferrosos, petroquímica e construção naval.
15. A definição das indústrias e a concepção do plano de intervenção seletiva por um período de dois ou três anos ficam a cargo do Conselho Deliberativo de Desenvolvimento Industrial -- que busca sintonizar suas decisões com os interesses dos setores envolvidos. Até 1990, os programas de racionalização haviam contemplado quatro indústrias decadentes (têxtil, fertilizantes, ligas de ferro, e corantes) e quatro indústrias emergentes (motor a diesel, automóveis, equipamentos eletrônicos e equipamentos para construção pesada). Os instrumentos utilizados compreendem suporte creditício a juros

configuram a peculiaridade da estratégia de desenvolvimento desta economia. Um primeiro traço distintivo e talvez a espinha dorsal desta estratégia reside no processo de planejamento comandado pelo governo que, promovendo o intercâmbio sistemático de informações entre o setor privado e as diversas instâncias da burocracia estatal, atenua as incertezas e torna as decisões mais consistentes e eficientes. Através deste processo no qual participam ativamente, as empresas privadas e o setor público se informam dos objetivos e das diretrizes de política econômica e do grau de comprometimento da liderança política com o crescimento econômico. Além de facilitar o processo de tomada de decisões e o planejamento das empresas privadas, uma vez que tornam transparentes as pretensões e os incentivos que poderão usufruir do governo, o planejamento conduzido pelo governo na Coreia expõe a burocracia do estado à realidade na qual o setor privado opera e, simultaneamente, promove uma atuação mais coordenada, e portanto, mais eficiente, de suas diversas agências e órgãos.<sup>16</sup> Desde 1961, o governo formula planos quinquenais de desenvolvimento através dos quais são definidas as indústrias prioritárias, as metas relativas ao crescimento das exportações, dos investimentos e da produção por setor e no agregado, e os instrumentos de implementação.<sup>17</sup> Através principalmente da concessão de incentivos ao setor privado, o complexo sistema coreano de planejamento teve êxito na consecução das metas previstas nestes planos, promovendo a capacidade exportadora e o desenvolvimento de novas indústrias (ver tabela 8).<sup>18</sup>

---

subsidiados para modernização tecnológica, contratos de fornecimento de longo prazo, fusões e barreiras à entrada (Nam, p. 16).

16. A propósito da natureza do planejamento governamental na Coreia, ver a discussão entre Kuznets (1990) e SaKong (1990), o primeiro enfatizando a predominância de uma componente prescritiva e o último destacando seu caráter indicativo.
17. Além dos planos quinquenais, há planos governamentais de curto (um ano) e de longo prazo. Sobre o conteúdo destes planos e uma avaliação dos seis primeiros planos quinquenais, ver Kuznets (1990).
18. O 1º Plano Quinquenal de Desenvolvimento Econômico (PQDE), cobrindo o período 1962/66, privilegiou a produção de energia, a construção de infra-estrutura, a produção de grãos, e a criação ou a expansão de indústrias substitutivas de importação, como cimento, fertilizantes químicos e fibras sintéticas. O plano seguinte (1967/71) priorizaria o aumento da produtividade e dos níveis de produção, notadamente no setor exportador, e os investimentos nas indústrias de produtos químicos, máquinas, ferro e aço. Além de manter como prioridade a expansão das exportações e a promoção da substituição de exportações nas indústrias pesadas e químicas, o 3º PQDE (1972/77) estabeleceu como metas a modernização do setor rural e a redução das disparidades regionais. Diversas ocorrências na área internacional levariam o governo a concentrar esforços e recursos no fomento das indústrias químicas e pesadas. Os desdobramentos do choque no preço do petróleo em 1973 repercutiriam na definição dos alvos visados pelo 4º PQDE (1977/81), uma vez que inviabilizaram a competitividade do país, carente deste insumo, nos setores das indústrias pesadas e químicas intensivas em energia. Assim, entre as prioridades do 4º PQDE incluem-se a promoção de indústrias intensivas em trabalho qualificado (como eletrônica, máquinas e navios), a eliminação do hiato de poupança e a expansão das exportações de serviços de construção. Embora mantendo pontos de continuidade com os planos anteriores (ênfase na promoção da indústria eletrônica e de máquinas e no fomento ao desenvolvimento regional equilibrado), o 5º PQDE (1982/86) inova o elenco de prioridades, com a inclusão da estabilidade de preços, da liberalização da economia, e do desenvolvimento

Tabela 8  
 PLANOS QÜINQÜENAIIS: TAXAS PREVISTAS E EFETIVAS DE CRESCIMENTO DO PNB

	1962	1963	1964	1965	1966	Média
Primeiro PQDE	5.7	6.4	7.3	7.8	8.3	7.1
Revisão do primeiro PQDE	2.8	4.4	5.0	5.0	5.0	4.8
Efetiva	2.2	9.1	9.6	5.8	12.7	9.3
	1967	1968	1969	1970	1971	Média
Segundo PQDE	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0
Efetiva	6.6	11.3	13.8	7.6	9.4	10.5
	1972	1973	1974	1975	1976	Média
Terceiro PQDE	9.0	8.5	8.5	8.5	8.5	8.6
Efetiva	5.8	14.9	8.0	7.1	13.6	11.2
	1977	1978	1979	1980	1981	Média
Quarto PQDE	10.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.2
Efetiva	10.3	11.6	6.4	-6.2	6.6	4.3
	1982	1983	1984	1985	1986	Média
Quinto PQDE	8.0	7.5	7.5	7.5	7.5	7.6
Revisão do quinto PQDE	5.6	9.3	7.5	7.5	7.5	8.0
Efetiva	7.2	12.6	9.3	7.0	12.9	10.4

Fonte: Kuznets (1990, p. 670).

Decisivo para a execução bem sucedida da política industrial coreana foi a construção de um arranjo institucional nos anos 60 que centralizou as decisões de política econômica em torno do Conselho de Planejamento Econômico (EPB). Acumulando as atribuições de autoridade orçamentária e de planejamento, este ministério agilizou o processo de planejamento, economizando tempo e recursos e evitando desgastes dentro do aparelho burocrático estatal derivados dos inevitáveis conflitos de interesses e disputas entre os ministérios relacionados à área de planejamento e de produção (que priorizam o crescimento de longo prazo) e o ministério das finanças (que privilegia a estabilidade dos preços e o equilíbrio orçamentário).<sup>19</sup>

Num documento de 1962 em que eram sumariadas as diretrizes do 1º Plano Quinquenal de Desenvolvimento Econômico (PQDE), as autoridades econômicas identificavam o novo modelo econômico que seria implantado a "uma forma de 'capitalismo guiado' no qual o princípio da livre iniciativa será respeitado, mas em que o governo participará diretamente ou guiará indiretamente para as indústrias básicas e outros campos importantes". De fato, nas três décadas seguintes o governo combinaria intervenção direta e controles indiretos na economia. A primeira modalidade de ingerência tem sido significativa: as empresas estatais geraram um valor adicionado oscilando de 6,7% a 9,7% do PIB entre 1963 e 1986, enquanto sua participação na formação interna bruta de capital caiu de 30,7% em 1981 para 15,6% em 1986.<sup>20</sup> A maior parte dos grandes projetos de investimento na indústria pesada ficou a cargo

---

social. Anuncia o propósito do governo de reduzir sua intervenção na economia e de promover a concorrência de modo a permitir "ao mecanismo de mercado exercer o seu papel apropriado", isto é, de fomentar a eficiência econômica (como sustenta o documento oficial do Governo da Coreia sobre este plano). Por fim, o 6º PQDE (1987/91) definiu como metas, o crescimento elevado da produção para ampliar a oferta de emprego, o desenvolvimento de um *welfare state* (salário mínimo, seguro-saúde, sistema previdenciário), a elevação dos gastos com pesquisa e desenvolvimento (especialmente pesquisa básica) e a intenção de "reduzir a pesada dependência do crescimento econômico do país ao comércio internacional". Pouco ênfase foi dada ao papel dos mercados, à concorrência e à liberalização financeira, temas que voltariam à baila na revisão deste plano em 1988, motivada pelas reformas democráticas e pelo desempenho excepcional das contas externas (ver Kuznets, 1990).

19. Como observa Chang (1993, p. 152), este conflito de poder no seio do governo acompanha a maioria das economias em que o estado tem uma orientação desenvolvimentista, como França e Japão. O caso brasileiro endossa esta visão, sendo de longa data a colisão de objetivos e prioridades e as escaramuças entre autoridades econômicas ligadas à área da produção e planejamento (presidentes do Banco do Brasil e/ou Ministros do Planejamento) e os Ministros da Fazenda. Para um relato detalhado destas divergências no segundo governo Vargas, ver Vianna (1987).
20. Além de projetos de infra-estrutura e de geração de eletricidade, os investimentos do setor público foram direcionados para indústrias produtoras de insumos intermediários (como petróleo, carvão, gás, fertilizantes e aço) e para a indústria de bens de capital. Em 1986, mais de 70% dos dispêndios em capital das estatais concentravam-se na indústria de máquinas (Chang, 1993, p. 153; Kimn, 1989b). Balassa (1988) chama atenção para os níveis inferiores de gastos das empresas estatais do leste asiático *vis-à-vis* os das países latino-americanas: medidas em relação ao PIB, estas despesas

porém das empresas privadas, exceto pelo complexo industrial integrado de ferro e aço pilotado pela estatal POSCO (que seria privatizado nos anos 80).

De maior impacto sobre a economia, entretanto, foi o "comando dos mercados" exercido de modo indireto pelo estado. O *mercado governado*, para usar o conceito de Wade (1990, pp. 26-27), significou no caso coreano a manipulação pelo estado da disponibilidade de recursos para investimento, do custo e da alocação do capital, e das taxas de retorno e de risco dos projetos de investimento de longo prazo. Estas intervenções não se davam em detrimento dos mercados; visavam ao contrário, conforme o caso, criá-los ou desenvolvê-los, promovendo o surgimento ou o fortalecimento de empresas para competirem internacionalmente. Disto resultou uma relação de complementaridade entre governo e mercados em que se buscava compatibilizar as preferências das empresas e do governo. Esta sinergia, que emblematicamente é designada por alguns intérpretes de "Korea, Inc.",<sup>21</sup> foi particularmente poderosa nos projetos de grande envergadura executados pelos conglomerados econômicos gigantes (os *chaebols*).

Nesta estratégia de desenvolvimento guiada pelo estado, a orientação voltada essencialmente para as exportações ocupa um lugar de destaque.<sup>22</sup> Deve-se ressaltar, contudo, que para além da dicotomia com que os economistas de filiação liberal costumam focalizar os regimes comerciais,<sup>23</sup> a experiência coreana de desenvolvimento foi conduzida pelo governo através de um regime dual de política que combinou simultaneamente medidas de promoção às exportações em indústrias em que a economia desfrutava de vantagens comparativas estáticas e medidas de incentivo à substituição de importações em indústrias cuja competitividade internacional visava-se conquistar, ambas com efeitos que se reforçavam mutuamente.<sup>24</sup>

---

representavam no início dos anos 80 cerca de 4% na Coreia e de 8% no Japão, contra 11% no Brasil e 12% na Argentina.

21. Tenta-se equiparar a estratégia coreana de industrialização à experiência japonesa, designada freqüentemente como *Japan Inc.* para realçar o império do planejamento governamental na coordenação e no direcionamento da trajetória da economia.
22. As exportações passam de 5% do PNB em 1963 para cerca de 38% nos anos 80, declinando vertiginosamente entre 1987 e 1992 (ver tabelas 7 e 9).
23. Partindo da oposição entre políticas de substituição de importação e de promoção às exportações, alguns analistas atribuem o êxito notável da economia coreana nos anos 60 e 70 à constituição de uma estrutura de incentivo "neutra" (sem viés anti-exportador), como Bhagwati (1988) e Balassa (1988), ou com viés claramente exportador, a exemplo de Krueger (1978).
24. Sobre a singularidade do regime comercial coreano e as deficiências da tipologia dos economistas liberais, ver Pack & Westphal, Chang (1993), Liang, Wade e Amsden (1989). Liang classifica esta estratégia como "promoção de exportações protegidas", ressaltando a importância da contribuição da substituição de importações nos anos 60 e 70.

Tabela 9  
**DADOS MACROECONÔMICOS DA COREIA**  
 (Porcentagem em relação ao PNB)

Ano	PNB (em bilhões de Won)	Consumo Total	Investimento Bruto	Exportação de Bens e Serviços Não Fatores	Importação de Bens e Serviços Não Fatores	Renda Líquida Recebida do Exterior	Poupança Nacional (1)	Poupança Externa (2)
1963	503	91.13	18.11	4.78	15.84	0.60	8.87	9.23
1964	716	91.19	13.96	5.87	13.41	0.70	8.81	5.15
1965	806	92.42	15.01	8.44	15.75	0.99	7.58	7.43
1966	1037	88.14	21.60	10.32	20.06	1.25	11.86	9.74
1967	1281	88.60	21.94	11.32	21.78	1.72	11.40	10.54
1968	1653	84.94	25.89	12.64	25.23	1.39	15.06	10.83
1969	2155	81.21	28.86	13.36	25.15	1.16	18.79	10.07
1970	2736	84.28	25.33	13.96	23.50	0.44	15.72	9.61
1971	3375	85.42	25.13	15.32	25.69	-0.12	14.58	10.55
1972	4154	83.46	22.22	19.72	24.43	-0.39	16.54	5.68
1973	5379	77.21	25.69	29.34	32.35	-0.69	22.79	2.90
1974	7503	80.11	31.65	27.60	38.86	-0.88	19.89	11.77
1975	10065	83.15	27.49	28.37	37.04	-1.58	16.85	10.64
1976	13818	77.84	25.66	32.18	33.44	-1.29	22.16	3.50
1977	17806	74.06	28.98	32.05	32.65	-1.51	25.94	3.04
1978	24001	72.15	33.50	30.11	33.59	-1.36	27.85	5.65
1979	30802	72.97	36.61	28.37	35.16	-1.69	27.03	9.58
1980	36750	78.84	32.85	35.22	42.92	-3.51	21.16	11.68
1981	45528	79.40	30.74	38.09	43.31	-4.29	20.60	10.13
1982	52182	78.21	29.82	35.97	38.66	-4.33	21.79	8.03
1983	61722	73.85	29.75	36.86	37.34	-3.42	26.15	3.60
1984	70084	72.01	30.91	37.28	37.15	-3.65	27.99	2.92
1985	78088	71.73	30.32	35.78	34.47	-3.53	28.27	2.05
1986	90599	68.09	29.23	39.77	33.52	-3.12	31.91	-2.68
1987	106024	64.79	30.13	42.49	34.29	-2.27	35.21	-5.08
1988	126231	62.55	31.06	40.48	32.14	-1.37	37.45	-6.39
1989	141794	64.94	33.64	34.43	31.58	-0.85	35.06	-1.42
1990	171488	64.26	37.21	31.18	31.75	-0.72	35.74	1.48
1991	206682	63.80	39.31	29.40	31.96	-0.73	36.20	3.12
1992	229939	65.25	36.15	30.17	31.21	-0.78	34.75	1.41

Nota: 1) A poupança nacional é calculada como a diferença entre o PNB e os consumos privado e público.

2) A poupança externa é calculada como a diferença entre o investimento doméstico bruto e a poupança nacional.

Fonte: FMI (1993), Estatísticas Financeiras Internacionais: Anuário.

Analogamente ao que ocorre na experiência japonesa, a proteção no mercado doméstico às indústrias nascentes era concebida como um mecanismo de criação de vantagens competitivas nos mercados internacionais, e não apenas para substituir as importações domésticas (situação que poderia fomentar a acomodação das empresas). Passado um prazo delimitado no qual as empresas da indústria protegida eram compelidas a alcançar competitividade, as restrições às importações eram removidas. No geral, as autoridades econômicas coreanas eram universalistas na concessão de incentivos às exportações e altamente seletivas na proteção às importações: não discriminavam setores no acesso à primeira modalidade de incentivos, enquanto elegiam um número bastante reduzido de indústrias a serem protegidas num determinado período (Pack & Westphal).

O programa de incentivo às indústrias pesadas e químicas adotado nos anos 70 revela de modo nítido esta estratégia de promoção das exportações protegidas baseadas em indústrias nascentes. Dada a demanda potencial limitada dos mercados domésticos e as elevadas economias de escala com que a maioria destas indústrias opera, só se justificaria a instalação de plantas se a produção contemplasse também a conquista de mercados externos num futuro próximo. O protecionismo atrelado à constituição de capacidade exportadora em indústrias que inicialmente competiam com as importações viabilizou num período de tempo relativamente curto tanto a superação das desvantagens comparativas de custo como a produção em níveis compatíveis com a escala de operação.<sup>25</sup>

Não obstante a centralidade das exportações em sua configuração, o modelo de desenvolvimento coreano não pode ser reduzido, porém, ao regime comercial *export-led*, como freqüentemente fazem alguns analistas.<sup>26</sup> Na verdade, o alvo subjacente aos planos governamentais consiste na independência econômica, sendo o investimento o veículo através do qual esta é perseguida. Já no 1º PQDE, o governo explicitava seu objetivo de atingir o "crescimento econômico nacional auto-sustentado através da construção de uma base industrial poderosa" (Korea Exchange Bank, 1989, p. 1). Dado seu ingresso tardio na industrialização e sua condição de economia atrasada, a Coréia depende substancialmente do suprimento externo de poupança e de tecnologia (ver tabela 9). O enfrentamento destas deficiências foi e é priorizado pelos formuladores de

---

25. Nas palavras de Westphal & Kim (1982), "indústrias substitutivas de importação recém-instaladas geralmente têm sido encorajadas a iniciar as exportações quase que imediatamente".

26. Por exemplo, Balassa (1988).

política econômica notadamente através de incentivos aos investimentos.<sup>27</sup> De um lado, as elevadas taxas de investimento resultaram na construção de um parque industrial dinâmico e competitivo que assegurou a expansão reiterada das exportações. Investimentos maciços constituíram o canal através do qual se manifestaram os benefícios do *learning by doing*, da escala de operações e do aprimoramento tecnológico (este último efetivado inicialmente através da importação e adaptação de tecnologia estrangeira mais avançada e com o tempo através do desenvolvimento de tecnologia própria -- atividade priorizada pelo quinto e sexto planos quinquenais).<sup>28</sup> A incorporação dos avanços tecnológicos era crucial para a indústria coreana conquistar competitividade internacional. Por sua vez, altas taxas de investimento e aprimoramento tecnológico, acelerando o crescimento das exportações, da renda e do produto (via aumentos contínuos de produtividade), expandiram a poupança doméstica e reduziram conseqüentemente as necessidades de recursos do exterior (Amsden, 1989; Dornbusch & Park, 1987).<sup>29</sup> A primazia das políticas de fomento aos investimentos não era suprimida mesmo em períodos de estabilização e de dificuldades no balanço de pagamentos. Em contraste com os demais países em desenvolvimento endividados, a Coréia não reagiu à piora no déficit em conta corrente com cortes nos investimentos.<sup>30</sup>

Para induzir o setor privado a investir nas indústrias priorizadas, o governo recorreu a diversos mecanismos de apoio e de incentivo: i) a criação de uma estrutura tributária preferencial (provisões para depreciação acelerada e crédito tributário sobre as despesas com investimento em máquinas e equipamento, isenção ou redução de tarifas dos insumos importados utilizados na produção de mercadorias destinadas à exportação à guisa de compensação pela política de substituição de importações); ii) protecionismo (tarifas e restrições quantitativas); iii) a política de valorização cambial -- notadamente entre 1974 e 1979, período em que a taxa de câmbio se manteve fixa, barateando as importações de bens de produção; iv) a montagem de uma bem

- 
27. Chang (1993, p. 139) menciona que, embora o governo coreano atacasse o hiato de poupança essencialmente através do crescimento da renda doméstica, medidas que inibiam o consumo foram adotadas como complemento -- controle estrito do crédito para consumo, restrições ao turismo no exterior, impostos indiretos elevados. Atesta de modo eloqüente o viés anti-consumista das políticas governamentais na Coréia a elevada relação entre população e número de carros (73 em 1985 contra 15 no Brasil em 1983) a despeito (ou talvez por causa) da penetração excepcional das exportações coreanas deste produto nos mercados dos países desenvolvidos.
28. Os gastos da Coréia com pesquisa e desenvolvimento representaram 1,93% do PNB em 1987 (em 1981 compunham apenas 0,65%). No início dos anos 90, esta proporção atingiu 2,5%, patamar dos países industrializados (Hobday, 1991, p. 59).
29. A poupança nacional medida em relação ao PNB foi de cerca de 35% entre 1987 e 1992, enquanto os investimentos não são inferiores a 25% do PNB desde 1973 (ver tabela 9).
30. As taxas de investimento previstas pelos PQDEs foram recorrentemente superadas, até mesmo em 1980 e em 1981, quando as taxas efetivas atingiram 32% e 30%, contra a meta de 26% (Collins, 1987).

alicerçada base de apoio administrativo e mercadológico às atividades exportadoras; v) o acesso garantido ao crédito bancário a taxas e prazos preferenciais.<sup>31</sup> Proporcionava, assim, *rents* a certas empresas (sobretudo as afiliadas aos *chaebols* -- conglomerados com estrutura de propriedade extremamente concentrada) para motivá-las a investir em novas atividades. O fato de muitas destas novas indústrias serem caracterizadas por economias de escala reforçava a necessidade desta modalidade de política. É a luz deste contexto que deve ser entendido o forte apoio governamental à expansão dos *chaebols*. Se num enfoque estático, esta política de restrição à concorrência pode ser considerada ineficiente, o mesmo não ocorre se for focalizada pelos seus efeitos dinâmicos e pelos retornos que potencialmente pode engendrar. Neste sentido, a concorrência não se apresentava às autoridades econômicas como um objetivo em si mesmo ou princípio a ser perseguido incondicionalmente, sendo estimulada apenas quando implicasse maior produtividade e maior competitividade nos mercados internacionais das indústrias domésticas.<sup>32</sup>

Como observa Amsden (1989, p. 136), a estratégia coreana de desenvolvimento assentou-se na estreita colaboração e na busca da convergência de interesses entre governo e *chaebols*,<sup>33</sup> ambos assumindo o papel de agentes principais do processo de industrialização retardatária. Submetidos a uma coordenação centralizada dos fluxos de recursos financeiros e humanos entre empresas afiliadas que facilitava a diversificação em atividades não-relacionadas, estes grupos econômicos foram peças-chave na estratégia governamental de conquista dos mercados internacionais pelos produtos coreanos e explicam o êxito do país em consolidar o *upgrading* da estrutura industrial através de investimentos pesados nos setores intensivos em capital e tecnologia prescindindo do auxílio dos investimentos estrangeiros diretos. O grande porte das empresas componentes dos *chaebols* e a diversificação de suas atividades forjaram um perfil estrutural extremamente concentrado para as indústrias manufatureiras e a economia coreana.<sup>34</sup>

- 
31. O engajamento do setor privado nos esforços de realização das metas estipuladas nos planos de desenvolvimento nem sempre se deu através de incentivos governamentais. Por vezes, o governo lançou mão de recursos "heterodoxos" para induzir as empresas a investirem nas atividades selecionadas, como persuasão moral, ameaças e coerção.
  32. Sobre o controle da concorrência e a concessão de *status* de monopólio a empresas privadas em alguns ramos industriais como instrumentos da política desenvolvimentista do estado coreano, ver Chang (1993), Taylor (1993) e Dornbusch & Park (1987).
  33. Evidentemente, nem sempre a convivência entre governo e grandes empresas privadas pautou-se pela harmonia de interesses e por concepções solidárias.
  34. A comparação internacional revela a elevada concentração da economia coreana seja em nível de ramo industrial, para a indústria manufatureira (bem superior à concentrada indústria japonesa) ou para a produção agregada. Em 1982, as

A escala gigantesca e a diversificação de operações bem como a projeção dos *chaebols* nos mercados internacionais não prevaleceriam, porém, sem o patrocínio (na forma de subsídios, protecionismo, barreiras à entrada e controle no grau de concorrência, garantias, etc.) concedido pelo estado associado à severa disciplina que este lhes impõe. Através de empréstimos externos avalizados e subsidiados pelo governo, as grandes empresas adquiriram a tecnologia estrangeira necessária para competir nos mercados internacionais,<sup>35</sup> resultando no crescimento acelerado da produção que, completando um círculo virtuoso, proporcionava ganhos de produtividade através das economias de escala e dos benefícios do aprendizado. Graças ainda ao apoio financeiro do governo e dos bancos comerciais que controlava, a expansão dos *chaebols* efetivou-se com níveis elevados de endividamento sem que as famílias fundadoras perdessem o controle patrimonial (Amsden, 1989, pp. 128-9). A parceria governamental implícita nos riscos dos empreendimentos aliada aos subsídios e à estrutura diversificada incentivavam e capacitavam os *chaebols* a se endividarem e a ampliarem simultaneamente o horizonte temporal, o leque e o montante de investimentos, tornando estes grupos mais propensos a assumir riscos.

Suporte e incentivos governamentais, entretanto, foram adotados em todos os países em desenvolvimento e nem por isso deixaram de apresentar uma performance bem inferior à coreana. A razão principal desta diferença reside no controle estrito do governo coreano sobre a utilização dos benefícios: os beneficiários (em particular, os grandes grupos privados) eram objeto de monitoramentos periódicos e a continuidade dos benefícios vinculava-se ao seu desempenho. O sistema de incentivos contemplava recompensas a quem cumprisse as metas previstas (em geral, relativas à produção, exportação e gerenciamento de operações, e não à performance financeira) e penalidades à gestão incompetente, compelindo as empresas a terem um bom desempenho (Amsden, 1989, pp. 15-18). Entre os instrumentos em mãos do governo para disciplinar, controlar e eventualmente retaliar o comportamento dos *chaebols* destacavam-se: a política de licenciamento industrial (restrições à expansão da capacidade produtiva e à entrada em certos mercados), o domínio sobre os fluxos financeiros (a não renovação dos empréstimos dos bancos comerciais controlados pelo

---

vendas dos 10 maiores conglomerados respondiam por mais de 30% das vendas de toda a indústria manufatureira; dois anos depois, as vendas líquidas agregadas dos cinco maiores *chaebols* equivaliam a mais de 52% do PNB. Por sua vez, 10 firmas coreanas encontravam-se entre as 500 maiores empresas privadas não-petrolíferas do mundo em 1986, contra apenas 7 firmas dos demais países em desenvolvimento (World Bank, 1987, v.II, pp. 25-32; Amsden, 1989, pp. 9, 116, 121-22).

35. Em geral, a assistência governamental às empresas coreanas na aquisição de tecnologia estrangeira reforçava o poder de barganha delas na definição dos termos de contrato.

estado implicaria o colapso financeiro da empresa altamente endividada, que prevalecia na indústria manufatureira), a punição drástica a quem promovesse a evasão ilícita de capital para o exterior (variando da prisão por 10 anos à pena capital), e o controle de preço dos produtos (para contra-arrestar o poder de monopólio das empresas). Abundam os exemplos de empresas mal administradas cuja falência não foi evitada pelo socorro financeiro do estado, uma vez que as indústrias nas quais operavam não passavam por adversidades.<sup>36</sup> Por outro lado, quando os problemas financeiros atingiam uma determinada indústria como um todo (engendrados por choques imprevisíveis, por exemplo), as empresas que a compunham beneficiavam-se do *bail out* e dos programas de racionalização promovidos pelo governo (como é o caso da indústria de construção naval e de construção civil no exterior no início dos anos 80).

O esforço do governo em disciplinar as empresas ampliava o potencial de atritos e divergências entre ambos, conflitos estes às vezes solucionados pelo poder discricionário do estado. Via de regra, porém, a imposição da disciplina não decorria unilateralmente da vontade do governo, constituindo-se um "processo árduo de barganha e conflito contínuos entre o estado e o setor privado" (Chang, 1993, p. 148).<sup>37</sup>

Com o alargamento do papel dos mercados no funcionamento da economia nos anos 80 (processo deflagrado em grande parte pelas pressões externas) e com a abertura política, cresce o poder relativo dos *chaebols* frente ao estado. A desregulamentação da economia aprofundaria a concentração industrial em torno dos *chaebols* através da absorção de empresas menores e da aquisição das empresas estatais privatizadas. Ademais, o poder financeiro dos grandes grupos econômicos seria alavancado com a

---

36. Amsden (1989) fornece um relato de casos de grandes empresas que ficaram órfãs dos subsídios e proteção governamentais em razão da incompetência administrativa ou da inobservância de compromissos ou de diretivas de política econômica. Menciona a falência do maior produtor de cimento nos anos 70 que, por preferir adaptar a antiga tecnologia ao invés de desenvolver uma nova, teve negado o socorro financeiro do governo. Chang (1993) cita duas ocorrências: o congelamento do crédito bancário para as afiliadas de 8 conglomerados que se recusaram a atender as determinações do governo para se desfazerem da posse especulativa de terras; e a falência em 1985 deliberadamente provocada pelo governo do então sétimo maior conglomerado do país, o grupo Kukje, cujos cheques deixam de ser honrados pelo seu maior banco credor por determinação expressa do governo em razão da ineficiência de suas empresas somada à recusa de colaboração financeira ao partido situacionista. Para este autor, a perda do apoio governamental (seja por ineficiência ou por razões políticas) condenava o *chaebol* ao ostracismo ou redundava no seu desmembramento, repartindo-se as empresas entre os demais grupos econômicos. À luz disto, torna-se inteligível a elevada rotatividade no *ranking* dos *chaebols* ao longo do tempo: da lista dos 10 maiores em 1985, apenas 6 constavam da lista análoga de 1980, que por sua vez contemplava apenas 5 da lista de 1974, em cuja composição apareciam somente 2 da lista de 1966.

37. De acordo com este autor, o governo em diversas ocasiões forçou a fusão, a venda, a liquidação, a redução no espectro de atividades, e até mesmo a estatização de empresas do setor privado com o intuito de torná-las mais eficiente e racionalizá-las sob a ótica dos interesses nacionais.

privatização dos grandes bancos comerciais, cujas ações transferem-se em grande parte para empresas e instituições financeiras afiliadas aos *chaebols*.

Por fim, o modelo de crescimento acelerado trilhado pela economia coreana pautou-se ainda pelo influxo amplo de poupança externa, embora sua importância tenha declinado bastante nos anos 80 (ver tabela 9). Nos anos 50 e até o início dos anos 60, preponderavam na composição de recursos que ingressam no país as transferências unilaterais, sobretudo ajuda norte-americana. Além da ausência de reputação das empresas e bancos coreanos nos mercados financeiros internacionais, a concessão de empréstimos externos privados era entravada pela sobrevalorização da taxa cambial e pelas incertezas políticas. O novo governo militar instalado em 1961 alteraria este quadro através de um conjunto de medidas que estimulava os influxos de capital na forma de empréstimos. Entre estas medidas destacavam-se a concessão, pelo governo ou por instituições financeiras públicas, de garantias de repagamento aos empréstimos externos tomados pelo setor privado (eliminando o risco de *default* privado); as alterações nas normas que regulamentavam a entrada de capital estrangeiro (em 1966); e as reformas financeiras de 1965 (que elevando as taxas de juros de depósitos e dos empréstimos tornam os empréstimos externos mais baratos em comparação ao financiamento doméstico).<sup>38</sup> Neste período, o crédito externo foi utilizado sobretudo para o financiamento de curto prazo das exportações coreanas, das importações de bens de capital destinadas às indústrias exportadoras de manufaturas leves, da substituição de importações nas indústrias de cimento e fertilizantes, e de projetos de infra-estrutura (Amsden, 1989, pp. 95-96). Com a assistência do capital externo, a economia pode manter um déficit crônico em conta corrente que viabilizou taxas elevadas de investimento. A elevação do serviço da dívida a níveis preocupantes (impulsionada pelo crescimento acelerado da dívida externa, que salta de US\$ 177 milhões em 1965 para US\$ 2922 milhões em 1971) levaria as autoridades econômicas a assinar um acordo *stand-by* com o FMI através do qual se comprometiam a reduzir os fluxos de capital de curto prazo (inferior a três anos).

Do mesmo modo, a expansão sustentada dos investimentos e da produção nos anos 70 não vingaria sem o concurso da poupança externa, uma vez que os fundos domésticos eram insuficientes para atender as necessidades de financiamento ensejadas

---

38. A celebração em 1965 de um tratado que pôs fim à hostilidade entre os governos da Coreia e de seu antigo colonizador, o Japão, favoreceria também o influxo de capital estrangeiro. Vale ressaltar que o custo dos empréstimos externos em termos reais para o setor privado foi na média negativo entre 1966 e 1980 (ver tabela 10).

pelo ambicioso programa de fomento às indústrias pesadas e química.<sup>39</sup> Entretanto, a escalada perigosa na dívida externa associa-se basicamente aos choques externos, uma vez que o *gap* da poupança apresenta níveis elevados apenas nos anos subseqüentes ao aumento no preço do petróleo e na taxa de juros.<sup>40</sup> Os empréstimos externos, além de se destinarem ao financiamento dos investimentos de longo prazo (e não do consumo ou da fuga de capital, como em países latino-americanos), serviram também para evitar que os choques externos desviassem a economia coreana da rota de crescimento sustentado (Amsden, 1989; Dornbusch & Park, 1987).

A experiência coreana de endividamento externo distingue-se ainda pela participação relativamente menor dos débitos do setor público. Isto evitou que os ajustes aos choques (desvalorização da taxa cambial, por exemplo) onerassem as finanças governamentais, desdobrando-se em pressões inflacionárias (Dornbusch & Park, 1987). A farta disponibilidade de poupança externa na forma de empréstimos até o final dos anos 70 (suprida sobretudo por bancos comerciais norte-americanos) tampouco induziria as autoridades econômicas à displicência com a mobilização da poupança doméstica, responsável por quase 90% do financiamento da formação interna bruta de capital entre 1976 e 1978 (Kwack, 1990a, p. 102; Lee, 1987, p. 5).

O ingresso de recursos externos na forma de investimentos estrangeiros diretos foi bastante modesta entre 1962 e 1983. Neste período, sua participação no financiamento proveniente do exterior apresentou uma média anual de 5,5%. O estado controlava severamente os montantes e o direcionamento desta modalidade de capital estrangeiro por considerar que ela dificultava a assimilação de tecnologia pelas empresas domésticas, essencial para o avanço no processo de industrialização (Chang, 1993, p. 140-1).

A importância do setor externo no suprimento de fundos se reduz ao longo dos anos 80 paralelamente à melhora nas contas correntes do balanço de pagamentos, que se tornariam superavitárias entre 1986 e 1989 (ver tabelas 5 e 9).<sup>41</sup> Com o afrouxamento em 1982 das restrições que incidiam sobre os investimentos estrangeiros

---

39. Os empréstimos externos permitiram que a economia crescesse a uma taxa média anual de 8,7% entre 1973 e 1980. A dívida externa expande-se, por sua vez, 28,8% na média anual para este mesmo período.

40. Entre 1972 e 1984, o déficit em conta-corrente do balanço de pagamentos medido em relação ao PNB superou os 5% em 1974, em 1975, e entre 1979 e 1981, sendo que em 1977 ocorre um ligeiro superávit (ver tabela 7). Em 1979, ano em que termina o período do *Big Push*, a proporção da dívida externa em relação ao PNB é praticamente idêntica à de 1972 (33,1% e 33,8%, respectivamente).

diretos e de portfólio, estes ampliam a participação na composição dos fluxos de recursos externos.<sup>42</sup> Ganha impulso e importância também o endividamento das grandes empresas coreanas através da emissão de *bonds* nos mercados internacionais de capitais.<sup>43</sup>

Paralelamente ao influxo volumoso de poupança externa nos três últimos decênios, a poupança nacional cresceu a taxas fantásticas, superiores às taxas de expansão dos investimentos, sobretudo na segunda metade dos anos 80.<sup>44</sup> Medida em relação ao PNB, salta de menos de 8% em 1965 para quase 28% em 1978 e para 38% em 1988 (tabela 9). Esta elevação espantosa da taxa de poupança nacional deriva essencialmente do rápido crescimento no nível da renda e da produção. Enquanto a poupança das empresas medida em relação ao PNB apresenta uma contribuição praticamente constante desde 1974 (em torno de 10%), a participação da poupança dos indivíduos tem se expandido, principalmente nos anos 80 quando combinou-se crescimento na renda pessoal com estabilidade nos preços. Nesta década, ampliou-se a importância desta fonte de poupança no fornecimento de fundos para as empresas. Quanto ao governo, sua poupança tem apresentado uma tendência ligeiramente ascendente (média de 7,5% no biênio 1983/84).<sup>45</sup>

- 
41. A conta corrente passa de um déficit equivalente a 9,6 % do PNB em 1980 para um superávit de 7,4% em 1987. Desde 1990, porém, o balanço desta conta reverteu-se ao *status* deficitário tradicional. O superávit entre 1986 e 1989 seria canalizado para o exterior em parte na forma de repagamento da dívida externa e de investimentos diretos.
42. Chang assinala que a versão da Lei para Importação de Capital Estrangeiro formulada em 1988 (considerada pelas autoridades econômicas como liberal) apresenta diversas salvaguardas que mantêm o poder discricionário do governo — como as restrições ao investimento estrangeiro direto em indústrias prioritárias, nascentes, de elevado coeficiente de importação nas matérias primas, etc.
43. Os instrumentos de dívida do tipo *bond* (como notas promissórias, certificados de depósitos e letras a taxas flutuantes) lançados no mercado internacional por bancos e empresas coreanas respondem em 1985 por cerca de 24% do financiamento bruto do exterior contra 6% em 1982 (Kwack, 1990b). A maioria destes títulos tem sido adquirida, entretanto, por bancos norte-americanos e japoneses, o que reduz as vantagens relativas à diversificação das fontes de crédito (World Bank, 1987, v. I, p. 21).
44. Para Collins (1987), a expansão rápida da poupança doméstica constitui "uma das chaves do sucesso da Coreia".
45. A posição financeira do governo registra déficits pequenos entre o início dos anos 70 e 1986 e é razoavelmente superavitária entre 1987 e 1990 (tabela 11). Estes superávits explicam-se pela combinação entre uma política fiscal apertada e receitas tributárias crescentes (devido ao crescimento econômico sustentado). A partir do 1991, o superávit declina em função do aumento dos gastos dos governos locais, viabilizado pela maior autonomia administrativa concedida aos governos locais (Kim, 1994).

Tabela 10  
CUSTO DO CAPITAL EXTERNO (médias anuais em %)

		1966-70	1971-75	1976-80	1981-83
A	Taxa de juros dos empréstimos bancários domésticos (1)	24.4	17.0	18.0	12.5
B	Taxa de juros do curb market	54.2	40.1	41.3	30.6
C	Taxa de juros externa (2)	6.4	7.9	11.5	11.1
D	Taxa de inflação externa (3)	4.9	8.4	5.9	4.1
E	Depreciação da taxa de câmbio (4)	5.1	7.8	5.5	10.1
F	Deflator do PIB (5)	14.6	18.7	19.7	9.9
G	Taxa de juros externa real (C)-(D)	1.5	-0.5	5.6	7.0
H	Diferencial entre as taxas de juros interna e externa (A)-(C)-(E)	12.9	1.3	1.0	-8.7
I	Custo privado real dos empréstimos externos (C)+(E)-(F)	-3.1	-3.0	-2.7	11.3

Notas: 1) Médias móveis de três anos das taxas de desconto de bills dos DMBs.

2) LIBOR (90 dias).

3) Média da inflação (deflator do PNB) do Japão e dos EUA.

4) Taxa padrão do Banco da Coreia (médias móveis de 3 anos).

5) Médias móveis de 3 anos da taxa de variação.

Fonte: Park (1986, p. 1025).

Tabela 11  
DÉFICITS FISCAIS (1)

Ano	% em relação ao PNB
1972-76	1.8
1977-81	2.3
1982-86	1.3
1987	-0.5
1988	-1.6
1989	1.0

Nota: 1) Média anual.

Fonte: Bank of Korea (1990a, p. 34).

### Capítulo 3

#### Uma visão panorâmica da evolução da economia e das mudanças no sistema financeiro

A Coreia é recorrentemente apresentada como evidência de teorias antagônicas sobre as relações entre financiamento e desenvolvimento. Contribuem para isto, sua história financeira pontilhada de mudanças e de convivência entre aspectos opostos e o fato de que nem sempre o controle governamental sobre o sistema financeiro ter se processado através de controles formais -- exercendo-se, por exemplo, através de pressões informais, persuasão ou coação.

Entre as questões refratárias ao consenso, destaca-se o efeito da interferência governamental nas decisões a respeito da alocação e dos termos do crédito pelas instituições financeiras. O debate gira em torno da influência do padrão de propriedade e de controle do sistema financeiro sobre sua eficiência e sobre as variáveis macroeconômicas. Discute-se, por exemplo, se as políticas financeiras de natureza mais intervencionista dos anos setenta tiveram resultados inferiores aos das tentativas das reformas de 1965 e dos anos 80 de se "fixar corretamente os preços financeiros". Embora quase todos os intérpretes reconheçam que as "distorções" impostas pelas autoridades governamentais nos mercados financeiros tenham contribuído para o êxito econômico coreano, não são poucos os autores que enfatizam os custos elevados destas intervenções.<sup>1</sup>

Antes de focalizarmos nos próximos capítulos os arranjos institucionais nos quais se funda o padrão de financiamento da economia coreana de modo a entender como, em que extensão e com que eficiência a interferência governamental submeteu nos últimos 30 anos a conformação do sistema financeiro aos imperativos de uma estratégia nacional de crescimento, expomos neste capítulo um relato panorâmico da evolução institucional do sistema financeiro desde o seu surgimento até o início dos anos 90, buscando inscrevê-la no quadro mais geral das transformações econômicas. Adota-se uma periodização que decompõe a história do sistema financeiro na Coreia em oito segmentos

---

1. Por exemplo, World Bank (1987), Kwack & Chung, Hong, Virmani (pp. 1, 49, 63), Ito (pp. 453 e 458), Cho & Cole. O estudo realizado pelo World Bank (1987, v. II, p. 99) conclui, entretanto, que "no caso da Coreia, não seria muito significativo discutir desenvolvimento industrial sem olhar para o papel do governo na alocação financeira". Ou ainda (p. 100): "(a) intervenção governamental nos mercados de fatores foi tão extensiva que pode ter afetado a performance da indústria tanto quanto as condições do mercado de produto o fizeram".

## 1. O período de formação do sistema financeiro (1876/1945)<sup>2</sup>

A implantação de instituições bancárias modernas na Coréia no final do século passado vincula-se estreitamente à expansão dos negócios japoneses que ocorre neste país após a ocupação militar. Com a finalidade de prover serviços financeiros de apoio às operações comerciais e industriais de seus compatriotas, bancos japoneses se instalam a partir de 1878 na Coréia, ampliando rapidamente o número de agências. Ao banco japonês pioneiro na abertura de agências em solo coreano, o First National Bank, seria outorgado pelo governo da Coréia em 1905 o poder de emissão de moeda, acontecimento cuja importância é magnificada por estabelecer pela primeira vez no país um sistema monetário unificado. Além destas atribuições de banco central, o First National Bank era o principal credor do governo -- *status* que refletia a debilidade das iniciativas coreanas no setor financeiro.<sup>3</sup>

Em 1909, entretanto, o monopólio de emissão de notas bancárias é transferido para o recém-criado Banco da Coréia, que atuaria também na captação de depósitos e na concessão de empréstimos. Antes da anexação formal do país pelos japoneses (que se inicia em 1910 e se estende até 1945, o arranjo institucional do sistema financeiro coreano compreendia ainda o Banco da Agricultura e Indústria (de propriedade do governo), cento e vinte associações financeiras locais (instituições autorizadas a funcionar desde 1909 e especializadas no suprimento de crédito para o setor agrícola), quatro bancos comerciais, e a Companhia do Desenvolvimento Oriental -- voltada para a promoção de investimentos e de novas empresas e operando em colaboração estreita com o Banco da Agricultura e Indústria.

No período de dominação colonial formal do Japão, a economia e o sistema financeiro são fortemente impulsionados. Em 1911, o Banco da Coréia, que preservando suas funções de banco central e de banco comercial passa a se chamar Banco de Chosen,<sup>4</sup> promove uma reforma monetária através da qual é instituída uma nova moeda. O Banco da Agricultura e Indústria -- convertido no Banco Industrial de Chosen em 1918 -- expande fortemente o volume de empréstimos neste período e se transforma na principal fonte de financiamento de médio e longo prazo, sobretudo para projetos de investimento de interesse da metrópole. Embora concentrasse seus ativos

2. Na descrição dos quatro primeiras fases do sistema financeiro apoiamo-nos largamente em dois trabalhos: Bank of Korea (1990a) e Cole & Park.

3. Em 1910 existiam apenas três bancos sob controle de proprietários nacionais. A insuficiência de capital e a falta de experiência são apontadas como os principais responsáveis pela duração efêmera da quase totalidade dos bancos criados por coreanos.

nos empréstimos de longo prazo, operava também com créditos de curto prazo. É notável, também, o crescimento no número de agências e no montante de empréstimos e depósitos dos bancos comerciais e das associações financeiras. No caso do sistema bancário comercial, a expansão enseja a partir de 1920 uma estrutura de mercado mais concentrada (composta por apenas seis instituições), diferentemente do que ocorrera na década anterior quando a expansão se deu através da ampliação do número de instituições.

A propriedade e o controle japonês transformaram o sistema financeiro na Coreia em instrumento de mobilização de recursos para o financiamento de projetos e operações em que preponderava o interesse metropolitano. Esta orientação reflete-se na interdependência do fluxo de fundos entre as instituições financeiras. Despontando já em 1920 na liderança na concessão de crédito, o Banco Industrial de Chosen era obrigado a tomar recursos das demais instituições financeiras para financiar seus empréstimos que cresciam a taxas bem superiores às taxas de expansão dos depósitos. Este déficit, que se amplia fortemente entre 1925 e 1940, era coberto pelo Banco de Chosen e pelo Banco de Poupança de Chosen -- na verdade uma subsidiária do Banco Industrial de Chosen criada em 1929 para captar depósitos com esta finalidade específica.<sup>5</sup> Com a aproximação da guerra, o governo colonial pressiona os bancos comerciais e as associações financeiras a gerarem excedentes financeiros para serem repassados ao Banco Industrial de Chosen.<sup>6</sup>

Embora utilizassem os serviços do setor financeiro regulamentado, sobretudo os das associações financeiras, os coreanos recorriam predominantemente aos mercados financeiros informais tanto para depósitos como para empréstimos. O incentivo da administração colonial à participação de coreanos no sistema financeiro limitava-se à formação dos *mujins* -- instituições financeiras privadas que se situavam na fronteira entre os setores regulamentado e não-regulamentado, e que funcionavam como uma "espécie de corretora de poupança e empréstimos como os *kye*, mas incorporadas e sujeitas à supervisão governamental".<sup>7</sup>

---

4. *Chosen* é a designação japonesa de Coreia.

5. Os recursos deste banco direcionavam-se preponderantemente para o *funding* dos empréstimos de longo prazo do Banco Industrial de Chosen e para a aquisição de títulos do governo japonês.

6. Enquanto os bancos comerciais desde 1930 apresentavam um volume de depósitos que excedia ligeiramente o de empréstimos, o balanço das associações financeiras só se torna superavitário no final da década.

7. Ver Cole e Park (1983, pp. 42 e 48). Segundo o Bank of Korea (1990a, p. 34), *kye* era uma associação privada voluntária que funcionava como um tipo de consórcio: o montante arrecadado através do pagamento periódico por seus

Às vésperas da libertação, o sistema bancário coreano compunha-se do Banco de Chosen, do Banco Industrial de Chosen, de dois bancos comerciais (o Chosen Commercial Bank, que depois viria se chamar Commercial Bank of Korea, e o Cho Hung Bank), do Banco de Poupança de Chosen e da Federação das Associações Financeiras (especializadas no financiamento para a agricultura e pequenas empresas).

## 2. A desorganização financeira entre 1945 e 1953

Com o término da Segunda Guerra e do regime colonial em 1945, a Coréia ingressaria num período de desorganização econômica e retrocesso financeiro que se prolonga até a suspensão da guerra entre a Coréia do Norte e a Coréia do Sul em 1953. Dado que as funções mais qualificadas na indústria, nas instituições financeiras e no governo eram exercidas por funcionários e técnicos japoneses, o fim da tutela colonial implicou uma evasão de capital humano que repercutiu negativamente sobre o funcionamento da economia. Além disto, a saída da cena econômica coreana de empresas e bancos japoneses privaria o sistema financeiro de canais importantes de captação e de aplicação de fundos.<sup>8</sup> A fragilidade do sistema financeiro aumentaria ainda em razão da transferência da propriedade de empresas e bancos japoneses, instalados na Coréia durante o período colonial, primeiro para a administração militar norte-americana -- que assume em 1945 o controle deste país -- e, três anos mais tarde, para o governo coreano.<sup>9</sup> Sob controle governamental, os bancos eram obrigados a conceder empréstimos a taxas subsidiadas (em geral com juros reais negativos) a empresas estatais que raramente honravam suas obrigações financeiras. O passado colonial deixaria como legado, entretanto, semelhanças entre o quadro institucional coreano e japonês que subsistem até hoje.

Reflexo da instabilidade política e da desestruturação econômica e financeira, a inflação galopante alimentada pelo descontrole monetário inibia, por sua vez, a aquisição de ativos financeiros pelos poupadores e elevava os riscos das operações de empréstimo dos bancos. A inadequação da estrutura financeira coreana neste período foi detalhadamente relatada por dois consultores norte-americanos que, através de um acordo entre os governos coreano e dos Estados Unidos, haviam sido encarregados de

---

membros de quantias fixas era emprestado a cada um deles numa seqüência previamente determinada ou através de sorteio.

8. Como, por exemplo, o lançamento de debêntures bancárias no Japão e as operações com as empresas japonesas de captação de depósitos e de concessão de empréstimos.

9. A República da Coréia é instituída em agosto de 1948.

elaborar um diagnóstico e de propor reformas para o sistema financeiro.<sup>10</sup> Além do enfraquecimento na especialização de funções das instituições financeiras, o relatório apontava os seguintes problemas: 1) encurtamento nos prazos das operações ativas e passivas das instituições bancárias,<sup>11</sup> exceção feita ao Banco Industrial que canalizava ainda parte de seus recursos para o financiamento de médio e de longo prazo, embora desde o fim da guerra se concentrasse na concessão de empréstimos de curto prazo;<sup>12</sup> 2) administração ineficiente dos bancos comerciais estatais decorrente de ingerências políticas arbitrárias; 3) estancamento no volume de operações do *Trust Bank* devido à inflação, à queda no volume de títulos financeiros, e aos rearranjos patrimoniais;<sup>13</sup> 4) estagnação nos depósitos do Banco de Poupança, nas operações da Poupança Postal e das companhias de seguro em função das altas taxas de inflação; 5) desarticulação do ainda incipiente mercado de capitais ocasionada entre outros motivos pela propriedade estatal da maioria das empresas industriais, pelo controle das empresas privadas por poucas famílias e pela debilidade do mercado de títulos públicos.

O diagnóstico serviu de base para um programa de reformas no sistema financeiro cujas principais recomendações eram: 1) a transformação do Banco de Chosen em um banco central com atribuição de exercer exclusiva e autonomamente a gestão da política monetária e a supervisão dos bancos comerciais; 2) a criação de um Comitê Monetário com a prerrogativa de definir a política monetária e de supervisionar a atuação dos bancos comerciais; 3) a privatização dos bancos comerciais e o fortalecimento dos controles sobre suas operações. De acordo com a *rationale* do programa, a eliminação da inflação constituía uma condição crucial para o desenvolvimento financeiro e para as reformas institucionais futuras, razão pela qual era imperativa a independência do banco central na condução austera da política monetária.

O programa foi submetido à apreciação da Assembléia Nacional em abril de 1950 e no mês seguinte converteu-se no *Bank of Korea Act* -- que ensejou a criação do novo banco central em junho de 1950 -- e no *General Banking Act*, que fornecia a moldura institucional regulamentando a atuação dos bancos comerciais. Em conseqüência da eclosão da guerra duas semanas após sua reconstituição, o Banco da

10. Os dois consultores eram funcionários do Federal Reserve Bank of New York.

11. Os autores ressaltam que parcela significativa dos empréstimos de curto prazo constituíam de fato crédito de prazo mais longo pois eram renovados periodicamente -- prática que se manteria nas décadas seguintes.

12. Cerca de 25% da carteira de empréstimos deste banco em 1949 apresentava prazos de maturação de dois a quinze anos, 80% dos quais para obras de irrigação. O *funding* destes créditos de longo prazo era suprido em geral pelo banco central.

Coréia seria forçado a financiar os gastos militares do governo coreano e das autoridades norte-americanas, perdendo o controle efetivo da oferta monetária para o Ministério das Finanças. Pelo mesmo motivo, a execução do *General Banking Act* seria encetada apenas em agosto de 1954. O recrudescimento inflacionário, por sua vez, conduziria à rejeição da moeda coreana pelo público e à conseqüente expansão dos mercados monetários informais que operavam com outras moedas.<sup>14</sup>

### 3. O período de reconstrução do sistema financeiro (1954-1961)

Celebrado o armistício em junho de 1953, um dos entraves que obstruía os esforços de reconstrução da economia era a mobilização de recursos privados de longo prazo. A origem desta dificuldade reportava-se à combinação entre poupança privada escassa, inflação elevada e taxas de juros de depósitos controladas. Neste contexto, o governo coreano promove a criação de duas instituições financeiras com o objetivo de apoiar a reestruturação da economia: o Banco de Reconstrução da Coréia, instituído em 1954 com capital subscrito integralmente pelo governo e que logo em seguida se converteria no Banco de Desenvolvimento da Coréia, e no ano seguinte, o Banco da Agricultura da Coréia. Incorporando grande parte dos ativos e passivos e da estrutura operacional do Banco Industrial, o Banco de Desenvolvimento da Coréia se estabelece com a atribuição de prover exclusivamente créditos de médio e de longo prazo para financiar projetos industriais e de infra-estrutura. As elevadas taxas de expansão de crédito nos primeiros anos de existência deste banco -- que expressava sua instrumentalização aos esforços governamentais de recuperação econômica -- conduzem-no já em 1956 à liderança, ao lado dos bancos comerciais, nas operações de empréstimo (ver tabela 12). O Banco da Agricultura da Coréia foi constituído pelo governo em 1956 com o objetivo de separar as atividades bancárias e de comercialização nas quais a Federação das Associações Financeiras simultaneamente se engajava em seu relacionamento com as associações de agricultores. Este banco assume uma posição de destaque a partir de 1957 e no final da década suas operações de empréstimo, circunscritas ao financiamento agrícola, respondem por cerca de 30% do total de empréstimos das instituições financeiras, equivalendo a 5,2% do PNB.

---

13. Terras de propriedade de japoneses foram distribuídas entre camponeses, enquanto outras modalidades de patrimônio dos japoneses passariam para o estado ou desapareceriam.

14. Durante a guerra o montante de empréstimos ou o de depósitos dos bancos comerciais não atinge 2,5% do PNB. Como refúgio para se protegerem da inflação, os agentes passam a demandar dólar, certificados de pagamento militar americano ou mercadorias.

**Tabela 12**  
**COMPOSIÇÃO DOS EMPRÉSTIMOS SEGUNDO O TIPO DE INSTITUIÇÃO**  
**FINANCEIRA (1955-1960)**

	Comerciais		Especiais		KDB		Total	
	Montante*	%	Montante*	%	Montante*	%	Montante*	%
1955	3.1	45.0	1.0	15.0	2.8	40.0	6.9	100.0
1956	5.5	43.0	1.8	14.0	5.4	43.0	12.6	100.0
1957	5.9	30.0	5.0	25.0	9.2	45.0	20.1	100.0
1958	7.6	29.0	8.3	31.0	10.5	40.0	26.4	100.0
1959	9.3	29.0	9.0	28.0	14.1	43.0	32.4	100.0
1960	11.5	29.0	12.8	32.0	15.9	39.0	40.2	100.0

\* Em bilhões de Won.

Fonte: Cole & Park (p.55).

Dadas as restrições na oferta de poupança privada, o *funding* destas duas instituições provinha basicamente de aportes governamentais, fundos de ajuda externa e empréstimos do Banco da Coréia.<sup>15</sup> Se eram dependentes em relação aos fundos cedidos por este banco, aquelas duas instituições pautavam-se pela independência no que se reporta aos controles por ele exercidos: ambas subordinavam-se diretamente à autoridade e às exigências do Ministério das Finanças. Como observam Cole e Park (1983, p. 52), remete-se a este período a formação do padrão institucional que regularia as relações entre as autoridades monetárias e os bancos especializados governamentais que surgem mais tarde.

Ao mesmo tempo em que estabelece duas instituições financeiras de sua propriedade, o governo promove a privatização dos bancos comerciais, cuja propriedade a administração militar norte-americana havia lhe transferido em 1948.<sup>16</sup> O processo de privatização iniciado em 1954, no bojo da implementação do *General Banking Act* aprovado quatro anos antes, envolveria várias tentativas frustradas de leiloar as ações governamentais e seria concluído apenas em 1957. Os novos acionistas dos bancos comerciais privatizados restringiam-se a um pequeno grupo de empresários que haviam se enriquecido através das *rents* geradas pelas licenças de importação controladas pelo governo (Cole e Park, p. 53).

Com a privatização e com a execução do decreto que garantia ao banco central maior autonomia na regulamentação e licenciamento dos bancos comerciais, o Comitê Monetário pôde exercer um controle mais firme sobre a expansão no volume de empréstimos destes bancos, controle este que não era factível quando os bancos estavam sobre propriedade estatal.<sup>17</sup>

- 
15. Os chamados *fundos de contrapartida de ajuda* representavam os recursos arrecadados com a venda no mercado doméstico de mercadorias doadas por países estrangeiros. Estes recursos eram emprestados diretamente para os bancos especializados ou para cobrir antecipações que o banco central havia concedido a estes bancos (Cole e Park, p. 106). Estes autores assinalam que aproximadamente dois terços dos recursos para os empréstimos do Banco de Desenvolvimento da Coréia em 1955 derivavam de créditos do Banco da Coréia, enquanto os *fundos de contrapartida de ajuda* forneciam a parcela restante.
  16. No final da guerra, o Cho-Hung Bank era de propriedade de coreanos, razão pela qual seu controle não foi transferido para o governo militar norte-americano na Coréia. Os outros bancos comerciais cujas ações governamentais seriam vendidas ao setor privado eram o Banco Comercial da Coréia, o Banco de Poupança da Coréia (mais tarde, Korea First Bank) e o Korea Hungop Bank, criado em 1954 através da fusão entre o Trust Bank e o Bank of Commerce and Industry e que passaria a se denominar depois Hanil Bank.
  17. A expansão descontrolada do crédito dos bancos comerciais é apontada como a principal fonte de pressão inflacionária deste período. Cole e Park apontam como evidência da disciplina que o comitê logra impor sobre os bancos comerciais a queda da participação destes bancos no volume total dos empréstimos bancários de 43% para 30% em 1957, ano em que se completa a privatização.

#### 4. O redirecionamento do sistema financeiro no novo governo militar (1961-1965)

O novo regime político instaurado pelo golpe militar de 19 de abril de 1961 aprofundaria a ingerência do governo na economia criando "um conjunto de instituições e instrumentos poderosos e administrados centralizadamente" voltado para a consecução dos objetivos do programa econômico desenvolvimentista (Cole e Park, 1983, p. 58). Neste novo ambiente, a submissão do Banco da Coréia ao governo e ao Ministério das Finanças, que embora negada pela legislação era de fato inequívoca, adquiriria em maio de 1962 chancela jurídica através de emenda ao Bank of Korea Act (Cole e Park; Abbott, pp. 399-400; Ito, p. 453).

Com o objetivo de prover financeiramente os "setores subdesenvolvidos ou estrategicamente importantes", o governo militar criaria em agosto de 1961, poucos meses após sua posse, dois bancos especializados: o Banco da Pequena e Média Indústria (em 1987, passa a se chamar Banco Industrial da Coréia) e, a partir da fusão entre o Banco da Agricultura e as cooperativas agrícolas, a Federação Nacional das Cooperativas Agrícolas (FNCA). Com a atribuição de financiar exclusivamente empresas de pequeno e médio porte, o primeiro operava de resto como um banco comercial convencional, recebendo depósitos e concedendo crédito de curto prazo.

A FNCA, por sua vez, além do financiamento aos agricultores, encarregava-se da comercialização da safra e de outras atividades não-bancárias. Entre os motivos que levaram o governo a constituir a FNCA incluía-se seu interesse em reduzir a dependência dos agricultores ao mercado financeiro não-regulamentado. Após um período de forte desequilíbrio financeiro nos primeiros anos de sua existência, ocasionado pela elevada inadimplência no repagamento dos empréstimos, esta instituição se consolidaria como a principal fonte de crédito agrícola. Evidência do impacto da criação destes dois bancos especializados é que ambos responderiam em 1961 por 36,7% dos empréstimos totais concedidos pelas instituições financeiras (ver tabela 13).<sup>18</sup>

Para assegurar o controle sobre os fluxos financeiros na economia e evitar que o poder econômico viesse a se concentrar nas mãos de alguns poucos empresários (temor já expresso no suporte financeiro através do Banco da Pequena e Média Indústria e da

18. No final de 1962, o governo constituiria mais dois bancos especializados: o Banco Nacional dos Cidadãos, formado a partir da consolidação de pequenas entidades privadas de crédito mútuo e voltado para o suprimento de empréstimos pessoais e para pequenos empresários, e a Federação Nacional das Cooperativas de Pesca (FNCP), entidade homóloga à FNCA para o setor pesqueiro.

FNCA às empresas industriais e agrícolas de menor porte), o governo retoma no final de 1961 o controle acionário dos bancos comerciais através do confisco das participações dos grandes acionistas, acusados de enriquecimento ilícito. Com isto, a contribuição dos bancos comerciais no suprimento global de crédito amplia-se para 31% no ano seguinte.

Outra inovação institucional de grande repercussão neste período refere-se à concessão pelas instituições financeiras de garantia de pagamento aos empréstimos externos contratados por empresas coreanas. A adoção deste sistema de fiança era indispensável para viabilizar o acesso destas empresas aos mercados internacionais de crédito, onde ainda não dispunham de reputação.<sup>19</sup> As garantias eram concedidas inicialmente pelo KDB (que na mesma época foi autorizado a captar recursos diretamente no exterior), mas a partir de 1966 os DMBs seriam induzidos também a fornecê-las. O procedimento para a obtenção destas garantias envolvia várias etapas. A empresa interessada em se endividar no exterior deveria solicitar uma autorização ao Comitê de Planejamento Econômico, órgão que depois se encarregava de requerer à Assembléia Nacional a aprovação para a emissão de garantias.

Concedida a licença, o Banco da Coréia emitia a garantia ao credor externo, enquanto o KDB, os bancos comerciais ou os bancos especializados emitiam garantias ao Banco da Coréia. Vale frisar que nestas operações, os bancos não atuavam como intermediários e tampouco se dedicavam à avaliação dos riscos econômicos e financeiros envolvidos nos projetos. Sua função restringia-se à concessão de fianças aos empréstimos, que eram contratados diretamente entre as empresas coreanas e os credores estrangeiros. Seguiam orientação do governo, razão pela qual eram por ele socorridos em caso de *default* dos clientes cujos empréstimos externos haviam avalizado. Através do sistema de garantia, o KDB e depois os DMBs impulsionariam a um custo operacional insignificante o influxo de capitais externos na forma de empréstimo. A entrada de recursos externos por este mecanismo seria maciça e constituiria a principal fonte dos novos financiamentos entre 1963 e 1966.<sup>20</sup>

---

19. As autoridades econômicas da Coréia optaram pelo endividamento como canal de captação de recursos externos pois queriam evitar que a retomada dos influxos de capital do Japão, esperada devido ao arrefecimento das animosidades entre os governos dos dois países, se processasse através do investimento direto, modalidade que julgavam poder restaurar a antiga influência japonesa sobre a economia.

20. Ademais, os credores e investidores estrangeiros na Coréia confiavam no cumprimento contratual de suas operações devido ao apoio americano a este país. Investidores americanos e japoneses contavam, ainda, com garantias de seus respectivos governos para determinadas operações na Coréia (Cole e Park, pp. 60-1).

Tabela 13  
DEPÓSITOS, EMPRÉSTIMOS E GARANTIAS DE EMPRÉSTIMOS EXTERNOS SEGUNDO O TIPO DE INSTITUIÇÃO FINANCEIRA : 1960-1978 (bilhões de Won)

Ano	Bancos Comerciais						Bancos Especializados						Korea Development Bank						TOTAL			
	Depósitos		Empréstimos		Garantias		Depósitos		Empréstimos		Garantias		Depósitos		Empréstimos		Garantias		Depósitos	Empréstimos	Garantias	
	Montante	%	Montante	%	Montante	%	Montante	%	Montante	%	Montante	%	Montante	%	Montante	%	Montante	%				
1960	14.1	79.2	11.5	28.6	0.4	66.7	3.0	16.9	12.8	31.8												
1961	19.3	73.1	12.8	24.4	1.4	87.5	5.4	20.5	19.2	36.7												
1962	29.0	69.4	20.9	31.0	2.8	56.0	10.1	24.2	22.3	33.0												
1963	26.3	64.8	22.8	29.8	3.7	17.0	12.7	31.3	26.2	34.2												
1964	28.2	63.7	23.1	27.3	9.9	20.5	14.9	33.6	29.9	35.3												
1965	55.3	69.0	37.5	34.4	11.8	15.7	23.2	28.8	34.6	31.8	1.4	1.8	1.7	2.2	36.8	33.8	62.1	82.5	80.2	108.9	75.3	
1966	82.5	66.9	57.9	38.8	40.2	27.8	38.4	31.1	44.8	30.0	1.4	1.0	2.4	2.0	46.6	31.2	103.0	71.2	123.3	149.3	144.6	
1967	137.0	66.0	105.6	45.8	50.3	25.7	68.9	32.8	72.4	31.4	2.7	1.4	2.5	1.2	52.4	22.7	143.0	73.0	208.4	230.4	196.0	
1968	249.5	66.0	210.0	52.8	126.1	41.4	123.6	32.6	121.2	30.5	3.3	1.1	5.3	1.4	66.4	16.7	175.0	57.5	378.4	397.6	304.4	
1969	410.1	65.6	359.3	54.5	225.1	42.5	209.0	33.7	203.7	30.9	4.0	0.8	4.1	0.7	96.1	14.6	300.0	56.7	623.2	659.1	529.1	
1970	505.4	63.3	441.8	51.9	319.3	42.6	284.2	35.3	280.7	33.0	6.0	0.8	10.9	1.4	129.0	15.1	424.0	56.6	800.5	851.5	749.3	
1971	635.7	64.5	568.4	52.8	435.5	41.5	341.9	34.6	351.1	32.6	13.2	1.2	9.1	0.9	157.5	14.6	600.0	57.2	986.7	1077.0	1048.7	
1972	892.4	66.4	742.5	51.7	422.0	40.4	431.5	32.1	455.5	31.7	11.1	1.1	10.6	0.8	239.1	16.6	611.0	58.5	1334.5	1437.1	1044.1	
1973	1179.2	66.8	987.5	51.8	585.3	42.4	574.4	32.5	600.0	31.5	9.0	0.6	12.4	0.7	318.5	16.7	787.0	57.0	1766.0	1906.0	1381.3	
1974	1408.2	66.5	1543.9	54.1	788.9	37.2	699.3	33.0	883.8	31.0	18.3	0.9	11.3	0.5	425.7	14.9	1311.0	61.9	2118.8	2853.4	2118.2	
1975	1923.3	68.7	1877.9	53.9	1448.4	48.8	855.9	30.6	1027.7	29.5	38.0	1.3	28.8	0.7	577.8	16.6	1480.0	49.9	2808.0	3483.4	2966.4	
1976	2495.4	67.0	2411.3	54.0	2165.3	46.0	1192.7	32.0	1313.6	29.4	34.6	0.7	37.8	1.0	739.9	16.6	2511.7	53.3	3725.9	4464.8	4711.6	
1977	3474.1	64.1	3001.7	52.5	3140.6	48.6	1862.2	34.4	1707.3	29.9	48.7	0.8	81.7	1.5	1007.9	17.6	6278.8	50.6	5418.0	5716.9	6468.1	
1978	4840.6	62.9	4242.9	52.7	4565.7	52.9	2764.8	35.9	2366.1	29.4	159.9	1.9	95.6	1.2	1443.5	17.9	3898.3	45.2	7701.0	8052.5	8623.9	

Fonte: Cole & Park (pp. 62-63).

Como ressaltam Cole e Park (1983, p. 59), o conjunto de medidas financeiras adotado até então pelo novo governo refletia o distanciamento do formato institucional do sistema financeiro que estava se desenhando na Coreia ("maior propriedade e controle governamental das instituições financeiras") tanto das recomendações liberais aconselhadas pelos consultores norte-americanos em 1950 (independência do banco central e controle privado dos bancos comerciais) como do modelo japonês, assentado na parceria entre governo e grandes empresas.

Ainda neste período, o panorama financeiro seria marcado por uma tentativa desastrosa de reforma monetária. Esta ao que parece foi adotada pelo governo por dois motivos. Primeiro, coibir pressões inflacionárias que supostamente se concretizariam em decorrência da forte expansão monetária engendrada pelo crescimento dos empréstimos dos bancos governamentais -- a despeito do reflexo sobre o nível de preços até os primeiros meses de 1962 ter sido insignificante. Segundo, punir alguns setores que estariam entesourando com finalidades especulativas.

Raciocinando segundo estas suposições, o governo promove em junho deste ano uma reforma monetária, instituindo uma nova moeda e limitando o montante de conversão da antiga moeda.<sup>21</sup> A audácia da iniciativa da reforma seria proporcional ao desastre de suas conseqüências. Os supostos excessos nos saldos monetários ociosos constituíam na verdade capital de giro; sua eliminação provocou uma escassez de fundos que não pôde ser amortecida pelos recursos que transitavam nos mercados financeiros informais, também bloqueados.

A paralisação dos negócios tornou inevitável o recuo do governo: uma semana após iniciada, a reforma começa a ser desmontada e em um mês todos os recursos bloqueados estão liberados.

A inflação, provocada pela perda de credibilidade na moeda e nas instituições financeiras e a conseqüente busca de proteção nos ativos reais, constituiria o efeito menos efêmero da reforma e um problema que ocuparia o governo nos anos seguintes. Por outro lado, os erros de concepção e de implementação nesta tentativa de reforma introduziram as autoridades econômicas do novo governo militar no complexo aprendizado dos pressupostos e do alcance de uma interferência eficaz na economia.

---

21. A parcela remanescente poderia ser aplicada na recém-criada Corporação de Desenvolvimento Industrial, encarregada de financiar novos projetos.

## 5. A reforma financeira de 1965 e a "era dos juros altos" (1965-1971)

Até meados dos anos 60, os bancos comerciais não eram o protagonista principal no cenário financeiro coreano. Influenciado por consultores das missões de ajuda norte-americana (USAID), o governo promoveria em setembro de 1965 uma reforma financeira centrada na relativa descompressão das taxas regulamentadas de juros dos depósitos a prazo e dos empréstimos dos bancos comerciais de modo a torná-las positivas em termos reais.<sup>22</sup>

Visava-se com a reforma elevar a poupança doméstica e o influxo de capital externo, e mobilizar a poupança privada através das instituições bancárias de modo a, de um lado, desatrelar o *funding* dos bancos comerciais dos descontos do BOK e das transferências governamentais e, de outro, tornar mais eficiente a alocação da poupança cuja destinação até então era ou o mercado monetário informal ou a aquisição de ativos improdutivos como *hedge* contra a inflação. De fato, a elevação das taxas de juros -- cujo patamar dobra no mês da reforma -- mostrou-se eficaz em reduzir as restrições cambiais ao crescimento econômico e em fomentar a intermediação financeira (ver tabelas 13 e 14).<sup>23</sup> O governo, contudo, não renunciou ao controle sobre a alocação do crédito e sobre os tetos nas taxas de juros das operações passivas e ativas dos DMBs (ver tabelas 15 e 16).<sup>24</sup> As exportações de manufaturas -- atividade priorizada pela estratégia de crescimento traçada pelo governo -- beneficiar-se-iam, por exemplo, do suprimento preferencial de crédito a taxas de juros reais baixas (em geral negativas). Deste modo, apesar do aumento significativo nos custos financeiros para alguns setores, as instituições bancárias operaram com *spreads* médios negativos ou, com as reduções administradas nas taxas de depósito em 1968 e em 1969, minimamente positivos.<sup>25</sup>

- 
22. Segundo McKinnon (1973, p. 108), "o ímpeto para esta notável reforma proveio de uma recomendação por John Gurley, Hugh Patrick e E. Shaw" formulada em junho de 1965 no âmbito da missão de cooperação norte-americana na Coreia. O teto regulamentado das taxas de juros nominais nos depósitos a prazo e de poupança passou de 15% para 30%, com um redutor para depósitos a prazo de maturidade menor (o retorno nominal médio desta classe de depósitos ficou em torno de 24% em 1966, caindo posteriormente à medida que a inflação recua). De acordo com McKinnon (1973, pp. 107-8), "o aumento líquido na taxa real variou de 11 pontos percentuais nos demand deposits a cerca de 26 pontos percentuais nos depósitos a prazo de maturidade mais longa" (grifos do autor).
23. A relação entre M2 (papel moeda em poder do público, depósitos à vista, à prazo e de poupança) e PNB cresceu de 9% em 1964 para 35% em 1970 -- a mesma proporção apresentada no final do decênio (Hong, pp. 299 e 304). Quanto aos empréstimos bancários, os bancos comerciais expandem sua participação de 27% em 1964 para 55% em 1969, eliminando a preponderância do Banco de Desenvolvimento da Coreia e dos bancos especializados, cujas contribuições somavam mais de 70% antes da reforma (ver tabela 13).
24. Na classificação do Banco da Coreia, os *deposit money banks* (DMBs) representam as instituições bancárias.
25. As taxas de juros nominais dos empréstimos bancários oscilaram entre 14% e 26% ao ano, mas cerca de 30% destes empréstimos concentravam-se nas faixas de juros mais baixas (McKinnon, p. 110).

Tabela 14  
OFERTA MONETÁRIA E CRÉDITO DOMÉSTICO NA CORÉIA

	Base Monetária	M1	M2	M3	Crédito Doméstico 1	Crédito Doméstico 2 (a)	Empréstimos do KDB, DMB e BEIC
	Taxa de crescimento médio anual (em %)						
1953-61	35.4	51.6	-	-	-	-	-
1962-66	48.4	19.4	32.3	-	28.1	-	24.0
1967-71	30.5	33.9	48.7	-	56.0	-	54.5
1972-76	38.2	34.2	31.2	-	33.8	-	31.9
1977-81	16.6	21.5	30.3	34.0	36.2	39.2	37.2
	Percentual em relação ao PNB						
1953-61	6.9	8.9	-	-	-	-	-
1962-66	6.4	8.5	12.3	-	12.7	-	14.9
1967-71	9.6	10.9	29.1	-	28.5	-	31.6
1972-76	11.0	12.7	34.2	38.5 (b)	38.4	49.9 (b)	38.9
1977-81	10.5	11.2	35.2	43.3	43.0	60.9	46.2

Notas: (a) Inclui também créditos de Instituições Financeiras Não-Bancárias.

(b) Média para o período de 1974 a 1976.

Fonte: Hong (p. 299).

Tabela 15  
TAXAS DE JUROS ANUAIS DE EMPRÉSTIMOS SELECIONADAS (1960 a 1978)  
(% no final de cada ano)

	1960	1965	1970	1975	1978
Redesconto do Bank of Korea	10.22	28.0	19.0	13.0	14.5
Redesconto do Crédito à Exportação do BOK	10.22	3.5	3.5	3.5	4.0
Desconto de Bills dos DMBs	13.87	24.0	24.0	15.5-19.0	18.5
Empréstimos para Exportação dos DMBs	13.87	6.5	7.0	7.0	9.0
Empréstimos para Agricultura da FNCA	8.00	10.0	12.0	12.0	13.0
Empréstimos para Investimentos do KDB		7.5-12.0	7.5-12.0	7.5-12.0	7.5-15.0
Taxa de Inflação Anual (IPA)	10.70	10.0	9.1	26.5	11.7
Taxa do Curb Market		58.8	50.8	41.3	41.7

Fonte: Cole & Park (pp. 190, 272-273).

Tabela 16  
TAXAS DE JUROS POR TIPO DE EMPRÉSTIMO (em %)

Ano	Taxas Regulamentadas				Taxas de Mercado			Diferencial em relação às taxas do Curb Market				
	Empréstimos dos DMBs (1)		Empr. do KDB (3) Investimento em Equipamentos (D)	Bills descontadas das CFIs (4) (E)	Curb Market (F)	Yield de Corporate Bonds (G) (5)	(A)-(F)	(B)-(F)	(C)-(F)	(D)-(F)	(E)-(F)	(G)-(F)
	Gerais (A)	Exportação (B)										
1963					52.4							
1964	16.0	8.0			61.4		-45.4	-53.4				
1965	26.0	6.5	7.5-12.0		58.8		-32.8	-52.3		-51.3		
1966	26.0	6.5			58.7		-32.7	-52.2				
1967	26.0	6.0			56.4		-30.4	-50.4				
1968	25.2	6.0			55.9		-30.7	-49.9				
1969	24.0	6.0	12.0		51.2		-27.2	-45.2		-39.2		
1970	24.0	6.0	7.5-12.0		50.8		-26.8	-44.8		-43.3		
1971	22.0	6.0	12.0		46.3		-24.3	-40.3		-34.3		
1972	15.5	6.0	11.0		38.9	22.9	-23.4	-32.9		-27.9		-16.0
1973	15.5	6.5	10.0		39.2	20.0	-23.7	-32.7		-29.2		-19.2
1974	15.5	9.0	12.0		37.6	21.0	-22.1	-28.6	-25.6	-27.6		-16.6
1975	15.5	8.0	12.0		41.3	20.1	-25.8	-33.3	-29.3	-29.3		-21.2
1976	18.0	7.5	14.0		40.5	20.4	-22.5	-33.0	-26.5	-28.0		-20.1
1977	16.0	8.0	14.0		38.1	20.1	-22.1	-30.1	-24.1	-25.1		-18.0
1978	19.0	8.5	16.0		41.7	21.1	-22.7	-33.2	-25.7	-27.7		-20.6
1979	19.0	9.0	16.0		42.4	26.7	-23.4	-33.4	-26.4	-27.4		-15.7
1980	20.0	15.0	19.5		45.0	30.1	-25.0	-30.0	-25.5	-24.0		-14.9
1981	17.0	15.0	15.5-18.5	18.5	35.3	24.4	-18.3	-20.3	-18.8	-16.8	-14.2	-10.9
1982	10.0	11.0	10.0-17.5	13.0	30.6	17.3	-20.6	-19.6	-20.6	-17.6	-15.6	-13.3
1983	10.0	10.0	10.0	12.0	25.8	14.2	-15.8	-15.8	-15.8	-13.8	-11.6	-10.8
1984	10.0-11.5	10.0	10.0-11.5	10.0-11.5	24.9	14.1	-14.9	-14.9	-14.9	-14.9	-12.9	-10.8
1985	10.0-11.5	10.0	10.0-11.5	12.0	24.0	14.2	-14.0	-14.0	-14.0	-14.0	-12.0	-9.8
1986	10.0-11.5	10.0	10.0-11.0	12.0	24.3	12.8	-14.3	-14.3	-14.3	-12.3	-11.5	-10.4
1987	10.0-11.5	10.0	10.0-11.0	11.0-12.0	23.2	12.8	-13.2	-13.2	-13.2	-12.2	-10.4	-8.2
1988	10.0-13.0	10.0	10.0-11.0	*	22.7	14.5	-12.7	-12.7	-12.7	-12.7	-8.2	-7.9
1989	10.0-12.5	*	*	*	23.1	15.2	-13.1	-13.1	-13.1	-13.1	-3.5	-4.4
1990	10.0-12.5	*	*	*	19.9	16.4	-9.9	-9.9	-9.9	-9.9	-4.4	-4.4
1991	10.0-12.5	*	*	*	23.4	19.0	-13.4	-13.4	-13.4	-13.4	-4.4	-4.4
1992	10.0-12.5	*	*	*		16.2						

Nota: 1) DMBs: Depository money bills.

2) FNE: Fundo Nacional de Investimentos.

3) KDB: Banco de Desenvolvimento de Crédito.

4) CFI: Companhia de Investimento e Financiamento.

5) Todas as taxas são cotadas com vencimento de 3 meses.

\*Ocultadas, desde 5 de dezembro de 1981, as taxas de juros sobre títulos liberados, embora haja controle informal sobre o nível máximo das taxas.

Fonte: BNB.

Atualizado até 1992.

Outro (1992).

Nota:

BNB:

Ministry Banker.

Quantity Banker.

World Bank (1987, v. 1, pp. 63, 64).

O excesso de demanda no mercado de empréstimo bancário regulamentado seria suprido parcialmente pelos mercados financeiros não-regulamentados (Abbott; Nam, 1991; Ito).

Medidas adicionais seriam adotadas para adequar o setor financeiro regulamentado às novas necessidades que emergiam com o crescimento econômico. Em 1967, o governo reorganiza o sistema bancário comercial autorizando o funcionamento de bancos locais privados e a instalação de filiais de bancos estrangeiros no país para atuar em uma faixa restrita de operações. Buscava, com estas medidas, respectivamente combater os desequilíbrios econômicos regionais e adequar a estrutura financeira às exigências de uma economia que aprofundava seus vínculos com o exterior (Cole & Park, 1983).

Neste mesmo ano, o governo criaria mais dois bancos especializados: o Korea Exchange Bank (KEB), voltado para o comércio exterior, e o Banco da Habitação da Coréia (BHC), para o financiamento habitacional de famílias de baixa renda (até então a cargo do Banco de Desenvolvimento da Coréia).

O avanço no desenvolvimento econômico e a expansão na demanda de fundos para financiar investimentos e operações mais complexas e dispendiosas resultariam na constituição de duas novas instituições financeiras de desenvolvimento: a Corporação de Financiamento do Desenvolvimento da Coréia, uma entidade privada especializada no crédito de longo prazo fundada em 1967 (e que em 1980 se transformaria no Banco de Crédito de Longo Prazo da Coréia), e o Banco de Exportação e Importação da Coréia, criado em 1969 com o propósito de apoiar financeiramente as exportações e os investimentos no exterior.<sup>26</sup>

Alguns passos seriam dados, ainda, no sentido de promover os mercados de capital com o intuito de reduzir o *leverage* das empresas e diversificar as fontes de financiamento para além dos empréstimos bancários, do crédito externo e dos empréstimos dos mercados não-regulamentados. Entre as medidas adotadas destacam-se a lei de 1967 que coíbe a posse especulativa de imóveis, a lei de fomento ao mercado de capital de 1968, e a lei de incentivo tributário a empresas de capital aberto (também de 1968).

---

26. Até 1976 as operações deste banco seriam conduzidas pelo KEB.

## 6. O aprofundamento da interferência do governo no sistema financeiro entre 1972 e 1981/1982<sup>27</sup>

As reorientações na estratégia desenvolvimentista -- em que as HCI passam a ocupar primazia -- e a conjuntura econômica desfavorável interromperiam a *era dos juros altos* em 1972, revertendo as taxas aos níveis anteriores à reforma de 1965. A deterioração das contas externas -- derivada da conjunção entre o crescimento dramático da dívida no final dos anos sessenta e a desaceleração das taxas de incremento das exportações -- leva as autoridades econômicas coreanas a promoverem em 1971 uma mididesvalorização da moeda e a assinarem um acordo *stand-by* com o FMI através do qual se comprometiam a restringir o influxo de capital externo com maturidade inferior a três anos e a impor tetos na expansão do crédito bancário doméstico.

As grandes empresas, premidas pela redução no crescimento das exportações, pelo aumento nos custos dos empréstimos externos e pelo acesso dificultado ao crédito bancário doméstico, tentam suprir suas necessidades de fundos recorrendo aos mercados não-regulamentados, onde conseguem um socorro temporário. Com o agravamento dos desequilíbrios, o governo promove em 1972 uma reestruturação financeira que, além de reduzir significativamente as taxas de juros dos depósitos e dos empréstimos do sistema bancário (tabelas 16 e 17), força a repactuação de todos os contratos de empréstimos dos mercados financeiros não-regulamentados.<sup>28</sup>

Com o propósito de capturar os fundos destes mercados, é autorizado o estabelecimento de novas instituições financeiras não bancárias (IFNBs) -- como companhias de investimento e financiamento, companhias de poupança e financiamento mútuo, e uniões de crédito --, sujeitas a uma regulamentação menor *vis-à-vis* os DMBs.

A segmentação dos mercados financeiros que estas mudanças ensejavam seria aprofundada com as pressões inflacionárias detonadas pelo choque do preço do petróleo em 1973. A partir de então e até o início dos anos oitenta, o sistema financeiro coreano pautar-se-ia pela coexistência de três segmentos: um estritamente controlado e

27. A decisão de se estipular 1981/82 como marco divisor que encerra este período e inaugura a fase de reformas é em grande parte arbitrária. Justifica-se apenas pela privatização dos grandes bancos comerciais ter sido deflagrada neste biênio.

28. Através do Decreto Presidencial de Emergência, o governo exigiu que as empresas declarassem no Departamento Nacional de Tributação seus débitos nos mercados não-regulamentados de crédito, tornando compulsório o alongamento para oito anos do prazo de repagamento dos empréstimos destes mercados, com um período de graça de três anos e com

regulamentado pelo governo, constituído pelos DMBs; outro, representado pelas IFNBs, sujeito a diversas restrições operacionais (inclusive na definição das taxas de juros) mas menos regulamentado em relação ao primeiro; e um terceiro, os *curb* ou *kerb markets*, não regulamentado e informal.<sup>29</sup>

Neste período, as operações dos DMBs cresceriam menos do que o PNB devido à profunda e abrangente regulamentação a que foram submetidos (notadamente através da imposição de tetos sobre as taxas nominais de juros) e à inflação em alta, enquanto as IFNBs apresentaram uma performance que embora superior à dos DMBs foi modesta, devido também à persistência inflacionária. Já os mercados não-regulamentados, a despeito do empenho governamental em transferir seus recursos para o sistema financeiro oficial, recuperaram-se prontamente graças às taxas de juros dos depósitos positivas em termos reais e ao excesso de demanda por empréstimos no segmento regulamentado (Cho & Cole, pp. 7-8).

Para viabilizar a efetivação das ambiciosas metas de diversificação industrial propostas pelo 3º e 4º planos quinquenais, o governo intensifica o uso de políticas de acesso preferencial ao crédito subsidiado dos bancos para os setores selecionados. O alargamento no *gap* da poupança, resultante da combinação entre os portentosos gastos de investimento de longo período de gestação nas indústrias pesadas e químicas (HCI) encetados a partir de 1973 e a capacidade relativamente restrita de poupança doméstica, seria coberto com o influxo de capital de empréstimo dos bancos comerciais estrangeiros (*syndicated credits*), contrastando com a década anterior onde imperaram os empréstimos governamentais. Induzido pelos empréstimos copiosos a taxas preferenciais e pela "parceria silenciosa" do governo nos riscos dos projetos, o empresariado se engaja ativamente no programa de inversões definido pelos planos quinquenais e encabeçado pelas HCI, contribuindo de modo decisivo para os níveis recordes das taxas de formação bruta do capital fixo do final da década. Para alguns analistas (Ito; Roh), entretanto, estas políticas incentivaram um comportamento do tipo *moral hazard* que se manifestou no elevado *leverage* das empresas (tabela 18).<sup>30</sup>

---

juros fixados a 1,35% ao mês. Esta medida ensejaria uma contração brutal no valor dos ativos das instituições financeiras que operavam nos mercados não-regulamentados.

29. Sobre os diferenciais entre as taxas de juros destes mercados, ver tabela 16.

30. (Roh, p. 6) considera que o viés para o endividamento das empresas era reforçado pela arranjo tributário — que lhes permitia deduzir dos impostos as despesas com juros, privilégio não concedido aos dividendos e lucros retidos. O mesmo autor sustenta que esta política creditícia permissiva fomentaria a especulação no mercado imobiliário, para onde as empresas desviavam seus próprios recursos.

Tabela 17  
EVOLUÇÃO DAS TAXAS DE JUROS NOMINAIS E REAIS (EM %) (1)

Ano	Taxa de juros nominais		Deflator do PNB (taxa de variação) (4)	Taxa de juros reais	
	Taxa de depósito em poupança (2)	Taxa do Curb Market (3)		Taxa de depósito em poupança	Taxa do Curb Market
1963	15.0	52.4	29.3	-14.3	23.1
1964	15.0	61.4	30.0	-15.0	31.4
1965	18.8	58.8	6.2	12.6	52.6
1966	30.0	58.7	14.5	15.5	44.6
1967	30.0	56.4	15.6	14.4	40.8
1968	27.6	55.9	16.1	11.5	39.8
1969	24.0	51.2	14.8	9.2	36.4
1970	22.8	50.8	15.6	7.2	35.2
1971	22.2	46.3	12.5	9.7	17.7
1972	15.7	38.9	16.7	-1.0	16.1
1973	12.6	39.2	13.6	-1.0	25.6
1974	14.8	37.6	30.5	-15.7	7.1
1975	15.0	41.3	25.2	-10.5	16.1
1976	15.5	40.5	21.2	-5.7	20.3
1977	16.2	38.1	16.6	-0.4	23.3
1978	16.7	41.7	22.8	-6.1	18.9
1979	18.6	42.4	19.6	-1.0	22.8
1980	22.4	45.0	24.0	-1.6	21.0
1981	19.2	35.3	16.9	2.3	18.4
1982	10.9	30.6	7.1	2.1	23.5
1983	8.0	25.8	5.0	3.0	20.8
1984	8.9	24.9	3.9	5.0	21.0
1985	10.0	24.0	4.2	5.8	19.8
1986	10.0	24.3	2.7	7.3	21.6
1987	10.0	23.2	3.4	6.6	19.8
1988	10.0	22.7	5.9	4.1	18.4
1989	10.0	23.1	5.2	4.8	17.9
1990	10.0	19.9	10.6	-0.6	9.3
1991	10.0	23.4	10.9	-0.9	12.5

Notas: 1)Dados pesquisados pelo Banco da Coréia.

2)Taxa de mercado desde 5 de dezembro de 1988.

3)Taxa não oficial pesquisada pelo Banco da Coréia.

4)Até 1970, baseado em preços constantes de 1975; a partir de 1971, baseado em preços constantes de 1985.

Fonte: Amsden & Euh (1993).

Tabela 18

## GRAU DE ENDIVIDAMENTO, DÉFICIT FINANCEIRO E INVESTIMENTO DAS EMPRESAS MANUFATUREIRAS

Ano	Déficit financeiro (% PIB)	Investimento (% PIB)	Índice de endividamento (%) (1)
1970	15.4	-	328.4
1971	15.9	-	394.2
1972	13.0	-	313.4
1973	20.5	-	272.7
1974	18.8	-	316.0
1975	18.6	21.2	339.5
1976	12.4	30.6	364.6
1977	14.6	31.9	350.7
1978	14.0	36.6	366.8
1979	15.8	23.6	377.1
1980	17.7	22.7	487.9
1981	15.8	22.4	451.5
1982	13.8	21.0	385.8
1983	10.4	20.4	360.3
1984	11.3	20.9	342.7
1985	10.8	19.7	348.4
1986	7.5	19.7	350.9
1987	6.8	19.9	340.1
1988	7.0	19.1	296.0

Nota: 1) Índice de endividamento é definido como a relação entre a dívida e o patrimônio líquido.

Fonte: KEB (1990), Monthly Review (n. 4, p. 6; n. 9, p. 8).

Segundo esta visão, o crescimento acelerado da economia propiciado pelo crédito artificialmente barato engendraria, ainda, desequilíbrios que se magnificariam com a crise econômica internacional na virada da década (inflação, sobreinvestimentos, drenagem de rendas vultosas para o exterior).<sup>31</sup>

Ao longo da década de 70, seriam adotadas algumas medidas que buscavam simultaneamente diversificar as fontes de financiamento e sinalizar a intenção do governo de ampliar, ainda que modestamente, o exíguo espaço do setor privado, nacional e estrangeiro, no sistema financeiro regulamentado. Além do decreto de 1972 e do estabelecimento das companhias de investimento e financiamento e das companhias de poupança e financiamento mútuo,<sup>32</sup> o governo autoriza em 1976 o funcionamento das *merchant banking corporations*, criadas com a atribuição de promover o influxo de capital externo e a oferta de fundos de médio e longo prazo para as empresas.

No que se refere ao mercado de capitais, o governo incentivaria as empresas, a partir de 1972, a ofertar ações ao público (chegando mesmo a forçar algumas delas a isto) e os poupadores a aplicarem em títulos e ações. Ademais, seria fortalecida a base institucional para dar maior credibilidade e segurança às operações deste mercado -- como a formação da Securities and Exchange Commission e de seu órgão executivo, o Securities Supervisory Board, e a reestruturação das *investment trust companies* com o fito de engajá-las na área de *underwriting* (Bank of Korea, 1990a, p. 4).

## **7. A desregulamentação financeira controlada da primeira metade dos anos oitenta**

Como consequência da reestruturação mais ampla da economia e das políticas patrocinadas pelas autoridades governamentais, o arranjo institucional do sistema financeiro e o padrão de financiamento seriam modificados ao longo dos anos 80. Já a partir de 1982, com o sucesso do programa anti-inflacionário, o nível real das taxas de juros dos bancos e das IFNBs elevar-se-ia bastante a despeito da manutenção de tetos nas taxas nominais (ver tabela 19).

---

31. Como veremos, Amsden e Euh têm uma visão distinta.

32. As primeiras voltar-se-iam para a negociação de papéis de curto prazo emitidos pelas empresas, enquanto as últimas destinavam-se à captação de depósitos de poupança parcelada e à concessão de empréstimos de pequena monta com repagamento parcelado.

Tabela 19  
TAXAS REAIS DE JUROS POR TIPO DE EMPRÉSTIMO (em %)

Ano	Diferencial em relação ao deflator do PNB						
	Empréstimos dos DMBs (1)			Empr. do KDB (3)	Bills descontadas das CFIs (4)	Taxas de Mercado	
	Gerais	Exportação	FNI (2)	Investimento em Equipamentos		Yield de Corporate Bond (5)	Curb Market
1963							23.1
1964	-14.0	-22.0					31.4
1965	19.8	0.3		1.3			52.6
1966	11.5	-8.0					44.2
1967	10.4	-9.6					40.8
1968	9.1	-10.1					39.8
1969	9.2	-8.8		-2.8			36.4
1970	8.4	-9.6		-8.1			35.2
1971	9.5	-6.5		-0.5			33.8
1972	-1.2	-10.7		-5.7		6.2	22.2
1973	1.9	-7.1		-3.6		6.4	25.6
1974	-15.0	-21.5	-18.5	-20.5		-9.5	7.1
1975	-9.7	-17.2	-13.2	-13.2		-5.1	16.1
1976	-3.2	-13.7	-7.2	-8.7		-0.8	19.3
1977	-0.6	-8.6	-2.6	-3.6		3.5	21.5
1978	-3.8	-14.3	-6.8	-8.8		-1.7	18.9
1979	-0.6	-10.6	-3.6	-4.6		7.1	22.8
1980	-4.0	-9.0	-4.5	-3.0		6.1	21.0
1981	0.1	-1.9	-0.4	1.6	4.2	7.5	18.4
1982	2.9	3.9	2.9	5.9	7.9	10.2	23.5
1983	5.0	5.0	5.0	5.0	7.0	9.2	20.8
1984	6.1	6.1	6.1	6.1	8.1	10.2	21.0
1985	5.8	5.8	5.8	5.8	7.8	10.0	19.8
1986	7.3	7.3	7.3		9.3	10.1	21.6
1987	6.6	6.6	6.6		7.6	9.4	19.8
1988	4.1	4.1	4.1			8.6	16.8
1989	4.8					10.0	17.9
1990	-0.6					5.8	9.3
1991	-0.9					8.1	12.5
1992							

Nota: 1) DMBS: Deposit Money Banks.

2) FNI: Fundo Nacional de Investimento.

3) KDB: Banco de Desenvolvimento de Córdoba.

4) CFI: Companhia de Investimentos e Fianças S.A.

5) Títulos garantidos das corporações com maturidade de 3 anos.

Fonte: Rhazq;

Amador & Pelt;

Cho (1988);

Naz;

Be;

KCB, Monthly Review;

KCB, Quarterly Review;

World Bank (1987, v. I, pp. 83, 84).

Entre as medidas de estabilização macroeconômica, incluiu-se o controle na expansão creditícia que, incidindo principalmente sobre os bancos, contribuiu para que este segmento reduzisse ainda mais sua participação entre as instituições financeiras. Com a revelação em 1982 de ocorrências de fraudes e manipulações, os *curb markets* sofrem uma contração no montante dos fundos emprestáveis devido ao saque generalizado de depósitos ensejado pelo temor dos poupadores. Outra fonte tradicional de financiamento das empresas, os empréstimos externos, tornar-se-ia escassa e cara com o colapso do mercado internacional de crédito bancário e com os altos níveis dos juros.

Além dos impactos provocados por estes fatores, o sistema financeiro alterar-se-ia pelas reformas patrocinadas pelo governo. Norteadas pelo propósito de formar um ambiente mais competitivo de acordo com a retórica das autoridades econômicas, estas reformas envolveram as seguintes medidas: a privatização dos bancos comerciais de extensão nacional; o afrouxamento das barreiras à entrada nos mercados financeiros, notadamente no setor não-bancário,<sup>33</sup> e a diversificação no leque de operações das instituições financeiras;<sup>34</sup> a flexibilização progressiva dos controles sobre as taxas de juros,<sup>35</sup> sobre a alocação dos empréstimos bancários,<sup>36</sup> e sobre a gestão dos bancos (revê-se no final de 1982 o *General Banking Act*);<sup>37</sup> o incentivo à instalação de bancos estrangeiros no país e a permissão para alargarem a gama de suas operações; e a abertura gradual do mercado de capitais.<sup>38</sup> Apesar de inegáveis avanços rumo a

- 
33. Dois novos bancos comerciais recebem autorização para operar em 1982 e 1983, e em 1982 são facilitadas as condições para a constituição de companhias de investimento e financiamento e de companhias de poupança e financiamento mútuo – medida que implicaria o crescimento no número destas IFNBs. O governo permitiria, ainda, a formação de novas instituições no setor de seguro, leasing, e *trust*.
34. Na primeira metade da década, os bancos comerciais seriam autorizados a vender *commercial bills*, a atuar na área de *trust*, *factoring*, poupança parcelada mútua, certificados de depósitos negociáveis e cartão de crédito, e a negociar títulos públicos e do governo sob compromisso de recompra. Já as companhias de investimento e financiamento e as *merchant banking corporations* são liberadas em 1981 para operar com *commercial papers* (prerrogativa estendida três anos mais tarde às grandes companhias de *securities*) e em 1984 para constituir as chamadas Cash Management Accounts – fundos mútuos que operam com instrumentos do *money market* (Bank of Korea, 1990a, pp. 5-6).
35. Em 1982, o governo abole as taxas preferenciais de juros da maior parte dos *policy loans* dos bancos comerciais, unificando as taxas de empréstimo bancário em 10%; dois anos mais tarde, em janeiro de 1984, estabelece uma faixa dentro da qual os bancos podiam fixar as taxas de juros de empréstimos – que deste modo poderiam diferenciar seus clientes de acordo com as características de risco; avança neste mesmo ano na desregulamentação das taxas de juros do *call market* interbancário e dos títulos não garantidos emitidos pelas corporações. Vale ressaltar que a remoção dos tetos nas taxas de juros dos títulos das corporações e dos *commercial papers* beneficiava sobretudo as IFNBs – que concentravam os negócios com estes papéis (Cho & Cole, p. 9).
36. O governo abole diversas linhas de crédito preferencial com juros subsidiados em 1981 e se esforça para reduzir a participação dos *policy loans* e a importância do FNI.
37. Parte das regulamentações relativas a operações e administração interna dos bancos é simplificada ou mesmo eliminada.
38. O governo concede licença para operações de investidores estrangeiros nestes mercados através de fundos e *trusts* de investimento a partir de 1981 e autoriza a participação acionária limitada de companhias de *securities* estrangeiras na

uma maior concorrência e à ampliação do mecanismo de mercado na organização do setor financeiro, a desregulamentação da primeira metade da década "progrediu lentamente e dentro de um campo razoavelmente estreito".<sup>39</sup> O setor financeiro, em especial os bancos recém-privatizados, manter-se-ia ainda fundamentalmente sob o controle direto e indireto do governo (Kimn, 1989b, p. 10; Greenwood).<sup>40</sup>

Em termos gerais, estas mudanças conduzidas pelo governo respondiam às novas exigências trazidas pelo rápido crescimento econômico e pelas alterações no cenário internacional. Suas raízes mais precisas e seu significado têm sido, contudo, objeto de polêmica. Parece ser consensual que os investimentos nas indústrias pesadas e químicas, que se mostraram excessivos na conjuntura recessiva do início da década de 80, foram induzidos em grande parte pela política de concessão de empréstimos preferenciais a estas indústrias, contempladas nas prioridades dos planos governamentais. Esta política teria incentivado por vezes a negligência com critérios de rentabilidade e eficiência. Certas interpretações, como por exemplo a do *World Bank* (1987), vão mais longe e sustentam que os choques externos explicitaram a vulnerabilidade do padrão de financiamento assentado fundamentalmente em crédito bancário com alocação e preços administrados pelo governo pois o elevado *leverage* a que induziu a maior parte das grandes empresas industriais (endividada junto ao setor bancário) dificultou o ajuste rápido e descentralizado de cada firma à nova conjuntura de contração de receitas, obrigando-o a socorrê-las para evitar a falência generalizada e o conseqüente colapso do sistema financeiro. Além do mais, uma vez que haviam se endividado para atender as orientações de investimento do governo, as empresas o identificavam como sócio no risco do empreendimento, contando portanto com sua assistência financeira em caso de quaisquer dificuldades. Por outro lado, o *bail-out* governamental colidia com os objetivos de uma política monetária restritiva exigida pela estabilização macroeconômica. Reconhecidos os riscos e ônus implicados pelo arranjo institucional do sistema financeiro que nos anos sessenta e setenta havia

---

propriedade de companhias de *securities* domésticas em 1985. No que tange aos fluxos de capital, permaneceriam nos anos oitenta as restrições aos investimentos estrangeiros diretos e aos investimentos de portfólio. A aquisição de ações no mercado de capitais coreano por investidores não-residentes só era factível através da mediação de fundos de investimento licenciados pelo governo ou através da conversão de títulos da dívida (Li & Skully, 1991, pp. 157-8). Sobre as demais medidas, ver Virmani (pp. 26-7).

39. A razão disto para o Bank of Korea (1990b, p. 8) é a "imaturidade do ambiente econômico, o déficit persistente da conta corrente e o crônico excesso de demanda por fundos bancários".
40. Por exemplo, no que se refere aos bancos comerciais são preservados os tetos tanto sobre as taxas de juros dos empréstimos gerais como sobre a expansão do volume de crédito. Outra manifestação da permanência de controles governamentais na área financeira é a criação em 1983 de um novo banco especializado, a Federação Nacional das Cooperativas de Gado (FNCG).

impulsionado o crescimento, o governo, desde então, teria encetado a desregulamentação nesta área, conduzindo-a de modo gradual e cuidadoso em função tanto da necessidade de um período de adaptação e de aprendizado para os agentes econômicos que operam nos mercados financeiros como da elevada taxa de inadimplência das empresas junto aos bancos comerciais (Kwack & Chung, p. 132; World Bank; Leipziger, 128-9). Como veremos, esta narrativa mostra-se vulnerável em diversos pontos, perpetrando simplificações e omissões que tornam seus argumentos unilaterais.

De qualquer modo, é unânime o reconhecimento de que o comportamento governamental na condução lenta e gradual do processo de desregulamentação financeira não poderia ser outro face à herança de um conjunto de práticas e instituições enraizadas longamente num ambiente de "repressão financeira", ao forte coeficiente de endividamento da indústria, e principalmente ao elevado índice de inadimplência junto ao sistema bancário das empresas de setores fortemente atingidos pela recessão -- o problema dos *non-performing loans* (NPL).<sup>41</sup> Para impedir a falência destas firmas -- que implicaria desemprego, instabilidade nos mercados financeiros, desconfiança dos investidores e credores estrangeiros -- o governo pressiona os bancos a renovarem seus empréstimos às indústrias inadimplentes, auxiliando-os simultaneamente através de diversos expedientes (como o suprimento de redescontos subsidiados do BOK, permissão para operarem em novos serviços, isenção tributária nos ganhos de capital sobre colaterais ofertados pelas firmas insolventes, controle nas taxas de juros das IFNBs, etc). De fato, o legado de um portfólio de empréstimos com *overexposure* às indústrias inadimplentes tornava inócua a autonomia dos bancos comerciais recém-privatizados e obstruía inapelavelmente o avanço da desregulamentação financeira.

O mercado monetário (em particular, o mercado interbancário) e o mercado de capitais estavam entre os segmentos do sistema financeiro em que o desenvolvimento e a abertura internacional haviam avançado pouco até meados da década. Embora suas taxas estivessem oficialmente liberadas desde 1984, o mercado interbancário manteve-se incipiente nesta década, em razão principalmente do desinteresse dos bancos, cujas deficiências de reservas eram supridas com recursos subsidiados do BOK (Cargill, pp.

---

41. Nam (p. 27) define os NPL como "empréstimos que exigem ações de cobrança ou outras medidas independentemente de serem colateralizados ou não, ou de serem julgados irrecuperáveis (provisão de perdas)".

80-1).<sup>42</sup> Contribuíam, por sua vez, para a performance modesta dos mercados de capitais, a estreiteza dos mercados de títulos governamentais e o controle estrito dos fluxos de capital com o exterior.

### 8. O avanço nas reformas financeiras a partir de 1986

Com a estabilização econômica consolidada e com a geração de superávits no balanço de pagamentos em conta corrente na segunda metade da década forma-se um quadro econômico e financeiro que torna viável acelerar o passo da desregulamentação e da internacionalização do sistema financeiro -- movimento para o qual contribuiu a intensificação das pressões internas e externas. Níveis inflacionários baixos, ao estreitar o *gap* entre as taxas de juros dos mercados regulamentados e as dos *curb markets* (ver tabela 16), tornavam as restrições impostas pela regulamentação menos atuantes, estimulando assim a demanda por ativos financeiros -- já fortalecida pelo crescimento da renda disponível (ver tabela 20). Ademais, o crescimento econômico acelerado entre 1986 e 1988 (em torno de 12% ao ano) facilitaria a pilotagem pelo governo do saneamento financeiro dos bancos comerciais, em cujos ativos encontrava-se uma parcela expressiva de empréstimos inadimplentes (Cargill, p. 72). Por sua vez, a acumulação de reservas internacionais incentiva os bancos nacionais a ampliarem suas operações no exterior e municia os países avançados a reforçar as pressões para a abertura dos mercados financeiros (Bank of Korea, 1990a, p. 6).

Com o fito de tornar a intermediação financeira mais eficiente e criar condições para o desenvolvimento e a internacionalização da indústria financeira coreana, as autoridades monetárias promoveriam, em dezembro de 1988, a desregulamentação das taxas de juros dos empréstimos e descontos dos bancos e das IFNBs, dos papéis negociados nos mercados monetários e nos mercados de capitais (certificados de depósitos, *commercial papers*, debêntures financeiras e *bonds* do governo e das empresas) e dos depósitos de prazo superior a dois anos. De acordo com o Bank of Korea (1990a, p. 6), foram mantidos os controles sobre as taxas de juros dos depósitos de menor maturidade para se "evitar a concorrência desabrida das instituições financeiras". O estímulo à concorrência no setor financeiro é invocado pelo mesmo

---

42. De acordo com Cargill (pp. 85-6, 102), o mercado interbancário na Coreia era até 1989 amplamente regulamentado, segmentado (bancos estrangeiros operavam a parte), concentrado no curto prazo, pouco utilizado pelos bancos como "instrumento de gerenciamento de portfólio", e ineficaz como mecanismo de transmissão da política monetária.

relatório do Bank of Korea para explicar o afrouxamento das barreiras à entrada nos mercados bancários e não-bancários.<sup>43</sup>

No final de 1989 seria anunciado um novo cronograma de liberalização do sistema financeiro com horizonte até 1992, programando-se a dinamização e a ampliação do mercado interbancário, a remoção dos controles sobre o movimento de capitais com o exterior e o alargamento do mercado acionário (através da exigência de nomes verdadeiros nas operações). Em outubro de 1989, o governo e o BOK promovem a integração do *call market* em moeda nacional, contribuindo para reduzir a segmentação entre o setor bancário e o não-bancário.<sup>44</sup>

Segundo o relato do Bank of Korea (1990a), neste período os bancos comerciais passam a desfrutar de maior liberdade na gestão de seus negócios (por exemplo, os compromissos com *policy loans* são reduzidos -- como a concessão automática de crédito de exportação de curto prazo), e a regulamentação governamental assume um caráter eminentemente prudencial. Esta maior autonomia administrativa teria estimulado a busca de eficiência e competitividade e melhorado a situação dos bancos, desdobrando-se na elevação do capital subscrito e em maior projeção internacional dos bancos coreanos.

Com o cenário internacional favorável e reservas em expansão e,<sup>45</sup> no plano interno, com o crescimento sustentado e a estabilidade nos preços, os controles sobre o mercado cambial seriam reduzidos a partir de 1987, afrouxando-se as regulamentações sobre transações relativas à conta corrente e à conta de capital -- como pagamento de invisíveis, transferências e investimentos no exterior. Esta postura é ratificada em novembro de 1988 quando o país subscreve o Artigo VIII do FMI, comprometendo-se entre outras coisas à conversibilidade dos saldos em moeda nacional possuídos por estrangeiros e à eliminação de restrições nos pagamentos correntes e de práticas cambiais discriminatórias -- visando talvez se credenciar para ingressar futuramente no restrito grupo de países desenvolvidos (Kwag, 1989, p. 10; Cargill).

---

43. Em 1989, é autorizada a criação de três novos bancos comerciais e a transformação do KEB em banco comercial de extensão nacional. Quanto às IFNBs, são constituídas 18 companhias de seguro de vida entre 1987 e 1990 (13 nacionais e 5 *joint ventures*), sendo autorizada a instalação de escritórios em Seul de 4 companhias estrangeiras; e em 1989 formam-se 5 companhias fiduciárias de investimento em *securities* de âmbito regional.

44. Antes, o *call market* estava segmentado em dois setores: um mercado envolvendo transações diretas entre bancos e um mercado *over-the-counter* para transações entre IFNBs.

45. Neste período coexistiram preço do petróleo baixo, taxas de juros internacionais baixas e dólar baixo -- razão pela qual é designado como o período dos "três baixos".

Tabela 20  
**ATIVOS FINANCEIROS (% em relação ao PNB)**

	1970	1975	1980	1985	1990	1992
Taxa de Inter-relação Financeira (1)	2.12	2.17	2.39	3.27	4.18	4.54
Setor						
Financeiro	0.60	0.81	1.03	1.55	2.03	2.25
Governo	0.62	0.32	0.20	0.24	0.26	0.29
Empresas	0.42	0.49	0.58	0.69	0.75	0.77
Individual	0.48	0.55	0.58	0.81	1.14	1.23
Categoria						
Depósitos em moeda	0.43	0.48	0.52	0.71	0.99	1.09
Seguros de vida e fundos de pensão	0.22	0.02	0.05	0.12	0.20	0.22
Securities	0.55	0.41	0.46	0.67	1.08	1.16
Empréstimos	0.44	0.61	0.76	1.08	1.13	1.25
Outros	0.65	0.65	0.60	0.70	0.78	0.82

Notas: 1) Total dos saldos dos ativos financeiros em relação ao PNB corrente.

Fonte: KEB (1994), Quarterly Review (n. 1, p. 16).

Na área de bancos e mercados de capitais, a desregulamentação das relações com o exterior progride consideravelmente. Os bancos comerciais domésticos expandem e diversificam suas operações no exterior (envolvendo-se, por exemplo, em *underwriting* de *bonds*, investimentos em *securities*, sindicatos de empréstimos e constituição de *merchant banks*), enquanto o tratamento aos bancos estrangeiros equipara-se ao de seus congêneres domésticos -- o que significou a remoção tanto de certos privilégios (como as operações de *swap* com o BOK) como de alguns controles.<sup>46</sup>

No que se refere ao mercado de *securities*, um conjunto de medidas promoveria a expansão e a diversificação das operações ativas e passivas das empresas, instituições financeiras e investidores coreanos no exterior: licenciamento de novos fundos estrangeiros de investimento; constituição de *matching funds* em 1990 (através dos quais residentes e não-residentes poderiam investir em *securities* domésticas e estrangeiras);<sup>47</sup> relaxamento progressivo das restrições à emissão de *securities* pelas empresas coreanas nos mercados financeiros internacionais; aumento na participação acionária máxima que uma companhia estrangeira poderia deter nas companhias coreanas de *securities* e, mais tarde, autorização para a abertura de filiais de companhias de *securities* estrangeiras e para a formação de *joint ventures*; permissão para as companhias de *securities*, companhias fiduciárias de investimento em *securities* e seguradoras investirem diretamente até o limite de US\$ 30 milhões nos mercados de capitais externos e em 1992 para os não-residentes investirem diretamente nos mercados domésticos.

Vale ressaltar que o caráter liberalizante das reformas financeiras sofreria um revés entre 1989 e 1991 devido à deterioração do balanço de pagamentos e à retomada inflacionária. Controles *de facto* sobre as taxas de juros dos empréstimos, depósitos e emissão de *bonds* a pouco liberalizadas seriam reintroduzidos (Bank of Korea, 1993, pp. 27-8, 30). "Com o objetivo de promover a alocação de fundos através do

46. A partir de 1984 a política em relação aos bancos estrangeiros os beneficia com a ampliação das fontes de *funding* em moeda local: passam a ter acesso ao redesconto do BOK para empréstimos à exportação em março de 1985 e para *commercial bills* em agosto de 1986; são autorizados a participar sem restrições no *call market* quando este é integrado e, também em agosto de 1986, a emitir certificados de depósitos negociáveis -- que se converteriam desde então na principal fonte do passivo em moeda local. A gama de negócios na qual podiam atuar estes bancos seria alargada com a permissão para operar com cartões de crédito e, em setembro de 1985, com *trust*. Segundo o Bank of Korea (1990b, p. 10), estas medidas tinham como propósito, mais do que a captação de recursos externos, a difusão no país dos serviços e técnicas bancárias disponíveis nos países mais avançados.

mecanismo de preços e de fortalecer a competitividade da indústria financeira doméstica", o governo e o BOK anunciariam em agosto de 1991, um novo plano de desregulamentação das taxas de juros envolvendo quatro etapas.<sup>48</sup> Para adequar o passo da abertura financeira ao exterior com a liberalização das taxas de juros domésticas, o governo institui em março do ano seguinte o *Blueprint para a Desregulamentação e Abertura do Mercado Financeiro* -- um plano com programação de médio e longo prazo.

As reformas visando a desregulamentação e a internacionalização progressiva do setor financeiro, em marcha desde o início dos anos oitenta, redesenhariam o perfil financeiro da economia coreana. Em primeiro lugar, ocorre uma expansão da demanda por ativos financeiros, cuja oferta por sua vez se diversifica (tabela 20). Segundo, a preponderância no *funding* das empresas, sobretudo das grandes corporações, desloca-se do crédito bancário para o financiamento direto nos mercados de capitais e no *money market* -- ações, debêntures e *commercial papers* (tabela 21). Terceiro, as IFNBs ampliam sua importância na mobilização da poupança financeira e na concessão de financiamento para as empresas, conquistando participação em detrimento dos bancos e dos mercados financeiros não-regulamentados (tabelas 21 e 22).

---

47. Compensando os influxos de capital de investimento do exterior com a saída correspondente de capital de investimento doméstico, este fundo foi concebido como uma forma de neutralizar o impacto expansionista da entrada de divisas sobre a oferta monetária doméstica (Kimn, 1989a, p. 7).

48. A execução da primeira fase inicia-se em novembro de 1991 e contemplava a liberalização das taxas de juros dos empréstimos bancários de curto prazo e da maioria dos instrumentos do *money market*, e posteriormente das taxas dos depósitos de longo prazo e do *money-in-trust* com maturidade superior a três anos. Sobre o conteúdo de cada fase do plano, ver Bank of Korea (1993, p. 29).

Tabela 21  
LEVANTAMENTO E USO DE FUNDOS PELO SETOR EMPRESARIAL

	1975		1980		1985		1990		1992	
	Montante	%								
<b>FUNDOS LEVANTADOS (A)</b>	3284	100.0	12119	100.0	14689	100.0	50748	100.0	52829	100.0
Financiamento indireto	693	21.1	4186	34.5	7120	48.5	19472	38.4	20179	38.2
Empréstimos de bancos	479	14.6	2421	20.0	4488	30.6	7995	15.8	8477	16.0
Empréstimos de IFNBs	214	6.5	1764	14.6	2632	17.9	11477	22.6	11702	22.2
Cias. de investimento e financiamento	63	1.9	90	0.7	-244	-1.7	1853	3.7	-200	-0.4
Cias. de seguro	8	0.2	202	1.7	567	3.9	2920	5.8	2274	4.3
Outros	-	-	-	-	-	-	6704	13.2	9628	18.2
Financiamento direto	633	19.3	2556	21.1	3738	25.4	21512	42.4	19866	37.6
Commercial paper	40	1.2	576	4.8	53	0.3	1902	3.7	4182	7.9
Ações	565	17.2	1267	10.5	1643	11.2	5987	11.8	6452	12.2
Corporate bonds	28	0.8	713	5.9	2042	13.9	10931	21.5	6616	12.5
Empréstimos externos	746	22.7	1935	16.0	93	0.6	3247	6.4	3583	6.8
Outros (1)	1192	36.3	3332	27.5	3621	24.7	6517	12.8	9200	17.4
Créditos comerciais	56	1.7	2580	21.3	1585	10.8	3370	6.6	4584	8.7
<b>FUNDOS UTILIZADOS (B)</b>	1414	100.0	5856	100.0	6840	100.0	21413	100.0	22433	100.0
Depósitos	328	23.3	1034	17.6	1353	19.8	3122	14.6	11029	49.1
Bancos	298	21.1	728	12.4	1295	18.9	4202	19.6	3594	16.0
Demanda de depósitos	34	2.7	120	2.6	220	3.2	134	0.6	596	2.7
Depósitos de poupança e a prazo	261	18.4	571	9.8	787	11.5	1650	7.7	2927	13.0
C/Ds	-	-	-	-	54	0.8	2364	11.0	-93	-0.4
Instituições não-bancárias	30	2.2	306	5.2	59	0.9	4920	23.0	7434	33.1
Cias. de investimento e financiamento	13	0.9	136	2.3	-429	-6.3	514	2.4	-352	-1.6
Fundos de trusts	10	0.7	98	1.7	343	5.0	2981	13.9	5942	26.5
Outros	7	0.5	73	1.2	145	2.1	1438	6.7	1538	6.9
Securities	54	3.8	592	10.1	333	4.9	2988	14.0	1296	5.8
Commercial paper	9	0.6	255	4.3	-233	-3.3	1233	5.8	436	1.9
Corporate bonds	0	0.0	97	1.6	111	1.6	1241	5.8	-1277	-5.7
Ações	43	3.0	114	1.9	426	6.2	311	1.5	822	3.7
Debêntures financeiros			13	0.2	61	0.9	330	1.5	104	0.5
Ativos Estrangeiros	36	2.5	225	3.8	1399	20.5	440	2.1	303	1.4
Outros (2)	960	67.9	3956	67.5	3701	54.1	8863	41.4	9806	43.7
Créditos comerciais	374	26.5	6580	44.0	3015	44.1	4646	21.7	5575	24.9
<b>DÉFICIT FINANCEIRO (B) - (A)</b>	1871	-	6263	-	7849	-	29335	-	30396	-

Nota: 1) Créditos comerciais, empréstimos do governo, bills a pagar, etc.

2) Créditos comerciais, moeda, bills a receber e empréstimos para afiliadas e subsidiárias.

Fonte: KEB (1994), Quarterly Review (v. XXVIII, n. 1).

Tabela 22  
INTERMEDIACÃO FINANCEIRA POR TIPO DE INSTITUIÇÃO

unidade: %

	1970	1975	1980	1985	1990
Depósitos	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
	(925)	(3526)	(16523)	(53328)	(181348)
DMBs	82.1	74.5	64.2	49.4	37.6
IFNBs	17.9	25.5	35.8	50.6	64.4
Emissões de bonds	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
	(150)	(254)	(2572)	(10131)	(35578)
DMBs	42.9	23.0	16.0	3.4	4.8
IFNBs	57.1	77.0	84.0	96.6	95.2
Empréstimos	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
	(1063)	(4692)	(24307)	(72528)	(182176)
DMBs	79.7	73.2	63.3	53.1	46.2
IFNBs	20.3	26.8	36.7	46.9	53.8
Posse de securities	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
	(121)	(567)	(4821)	(17987)	(90405)
DMBs	33.7	31.7	43.9	26.2	15.4
IFNBs	66.3	68.3	56.1	73.8	84.6

Nota: 1) Os valores entre parênteses representam montantes em bilhões de Won.

Fonte: KEB (1994), Quarterly Review (n.1, p. 23).

## Capítulo 4

### A estrutura do sistema financeiro coreano

#### 1. Classificação, participação de mercado e controle patrimonial das instituições financeiras

O sistema financeiro coreano apresenta uma estrutura financeira dual: um setor regulamentado, moderno, dotado de transparência contábil, mas no qual a ingerência governamental tem sido abrangente coexiste com outro setor que escapa ao controle das autoridades monetárias e tributárias, opera com procedimentos e regras informais, é disperso e razoavelmente competitivo.

O sistema financeiro regulamentado compreende o banco central (o Banco da Coréia), as instituições bancárias e não-bancárias, as instituições vinculadas ao mercado de *securities* e outros tipos diversos de instituições (tabela 23). As instituições bancárias, também designadas de *deposit money banks* (DMBs), reúnem os bancos comerciais -- nos quais se incluem os *city banks* (bancos comerciais com atuação em todo o país), os bancos locais e os bancos estrangeiros -- e os bancos especializados. As instituições financeiras não-bancárias agregam as instituições de desenvolvimento, as instituições de poupança, as companhias de investimento, e as companhias de seguro de vida. As instituições relacionadas ao mercado de títulos compreendem as companhias de *securities*, a *Korea Securities Finance Corporation*, a Bolsa de Valores, a *Securities and Exchange Commission*, as *Securities Investment Trust Companies* e o Comitê de Supervisão de Títulos. Sob a rubrica de *outras instituições financeiras*, incluem-se na classificação do BOK o Fundo Nacional de Investimento, o Fundo Nacional de Habitação, as companhias de *leasing*, as companhias de capital de risco, as companhias de seguro não de vida, os fundos de garantia de crédito e a Corporação de Seguro-Depósito Não-Bancário.

Focalizando a composição do volume de empréstimos e de depósitos mobilizados pelo conjunto do sistema financeiro, pode-se ter as seguintes indicações sobre a importância relativa das diversas instituições financeiras nos últimos anos (ver tabelas 24 e 25): 1.) o declínio contínuo da participação dos DMBs no volume total de depósitos e empréstimos: entre 1976 e 1989 míngua de 74,7% para 36,6% no total de depósitos e de 68,2% para 49,9% no total dos empréstimos; 2.) o recuo na participação

dos bancos especializados no total de depósitos -- de 24,3% para 18,8% entre 1975 e 1988 -- e a manutenção de uma contribuição em torno de 25% do montante global de empréstimos; 3.) a desproporção entre o montante de depósitos captados pelas instituições financeiras de desenvolvimento (inferior a 1% entre 1976 e 1989) e o montante de empréstimos que concedem (16,6% em 1976 e 9,0% em 1989); 4.) a importância crescente das companhias de investimento no montante total dos depósitos (sua participação salta de 8,2% para 18,7% entre 1976 e 1989); 5.) a expansão da parcela representada pelas instituições de poupança tanto no que se refere aos depósitos (passa de 12,4% para 28,9% entre 1976 e 1989) como em relação aos empréstimos (evolui de 7,3% para 22,1% no mesmo período); 6.) a ampliação da parcela das companhias de seguro no total de depósitos (de 3,9% para 15,2% entre 1976 e 1989) e no montante total de empréstimos (de 0,8% para 10,0%).

O governo deteve o controle acionário dos bancos comerciais com atuação em todo o país, dos bancos especializados e das instituições financeiras de desenvolvimento até o início dos anos oitenta. A legislação vigente vedava a qualquer acionista privado de um banco a propriedade de mais de 10% do total de ações ordinárias.<sup>1</sup> O setor privado controlava apenas a propriedade dos bancos locais e das filiais dos bancos estrangeiros.<sup>2</sup> Entre 1981 e 1983 os *city banks* são privatizados, sendo que para impedir a monopolização dos mercados bancários o governo limita a cada firma privada a propriedade de no máximo 5% das ações de um banco e a cada investidor individual a posse de 5000 ações (Kimn, 1989b, p. 8). Em dezembro de 1987 o governo anuncia formalmente um programa de privatizações que contempla a venda da Korea Stock Exchange (KSE) e de três bancos especializados -- o Banco Nacional dos Cidadãos (BNC), o Korea Exchange Bank (KEB) e o Banco Industrial da Coréia (BIC). A transferência das ações governamentais da KSE para o setor privado seria efetivada rapidamente (em março de 1988 seu controle passa integralmente para 25 companhias de *securities*), enquanto a privatização dos bancos especializados teria seu cronograma revisto.<sup>3</sup>

- 
1. No caso dos *city banks*, o governo era, em geral, proprietário de mais de 20% das ações (Nam, 1991, pp. 2-3).
  2. Abbott (p. 401) ressalta que até o final dos anos setenta salvo os bancos locais e as agências de bancos estrangeiros, "as instituições financeiras eram criadas, possuídas ou controladas (em virtude da posse majoritária de ações) pelo governo". Em 1989 a participação acionária do governo e das empresas e instituições públicas era de 72,6% no Banco Nacional dos Cidadãos, 100% no Korea Exchange Bank (97,5% do BOK e 2,5% do governo) e 99,9% no Banco Industrial da Coréia (Kimn, 1989b).
  3. Em 1989 o programa previa para 1990 a venda de 21,6% das ações do BNC em posse do governo, 100% do KEB e 10% do BIC e a partir de 1991 mais 39% deste último banco (Kimn, 1989b, pp. 12-3). O processo de privatização no KEB iniciou-se no final de 1989 e, dois anos depois, este banco aumenta o capital através de sua primeira emissão de

Tabela 23  
INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS DA CORÉIA

	ano de criação (2)	número de instituições				
		31/12/78	10/06/84	10/06/89	10/06/90	31/12/93
Banco Central (Banco da Coreia)	1930					
Instituições Bancárias (Deposit Money Banks)						
Bancos Comerciais						
Bancos com rede nacional de agências	1934	3	7	7	11	14
Bancos locais (ou regionais)	1947	10	10	10	10	10
Filiais de bancos estrangeiros	1947	30	33	63	67	69
Bancos Especializados	1961	6 (3)	7 (3)	7	6 (7)	6
Instituições Financeiras Não-Bancárias						
Instituições de Desenvolvimento	1934	4 (4)	3 (4)	3	3	3
Instituições de Poupança						
Contas Fiduciárias (Trust Accounts) das Instituições Bancárias	1961		18	47	53	50
Companhias de Poupança e Financiamento Mútuo	1972	209	239	237	217	217
Unidades de Crédito	1972			4633 (8)	1318	1462
Crédito Mútuo das Cooperativas Agrícolas, de Pesca e de Gado (Mutual Credit Facilities)	1969			1701	1678	2450
Associações de Financiamento da Nova Comunidade (New Community Finance Associations) (1)	1982				3263	3200
Poupança Postal	1983					
Companhias de Investimento						
Companhias de Investimento e Financiamento	1972	11	32	32	32	24
Corporações Bancárias Mercantis (Merchant Banking Corporations)	1976	3	6	6	6	6
Companhias de Seguro de Vida						
Companhias de Seguro de Vida	1944	6	6	6	19 (9)	12
Companhias Locais de Seguro de Vida	1988			4		8
Agências de Companhias de Seguro de Vida Estrangeiras	1987			3	4	7
Seguro de Vida Postal	1983		1	1	1	1
Joint Ventures	1989				3	6
Subsidiárias	1991					3
Instituições Financeiras do Mercado de Securities						
Bolsa de Valores da Coreia	1934					
Comitê Supervisor de Securities						
Companhias de Securities	1949	27	25		25	39
Corporação de Financiamento de Securities da Coreia	1933					
Companhias Fiduciárias de Investimento em Securities (Securities Investment Trust Companies)	1974	2	3		3	8
Outras Instituições Financeiras						
Fundo Nacional de Investimento	1974					
Fundo Nacional de Habitação	1981					
Companhias de Arrendamento Mercantil (Leasing)	1972				20	
Companhias de Capital de Risco (Venture Capital Companies)						
Companhias de Financiamento de Empreendimentos em Nova Tecnologia (New Technology Business Finance Companies)	1974	1	4	4	4	4
Companhias de Investimento em Pequenas Empresas (Small Business Investment Companies)	1986			30	32	
Companhias de Seguro Não-de-Vida	1922				16	
Fundos de Garantia de Crédito	1976	1	1	3	3	
Corporação de Seguro de Depósito Não-Bancário da Coreia	1983		1	1	1	

Notas: 1) Antes organizadas como Associação Interiores de Financiamento (Village Finance Associations).

2) Havendo mais de uma instituição, refere-se ao ano de surgimento da primeira.

3) KEB, Banco da Indústria, Banco Nacional dos Cidadãos, Banco de Habitação da Coreia, Seções de Crédito e Banco da FNCA e da FNCP (banco que surgiram, respectivamente, em 1947, 1961, 1963, 1969, 1961 e 1962).

4) KDB, BEIC, Banco Fundário da Coreia e Corporação de Financiamento do Desenvolvimento da Coreia, criadas, respectivamente, em 1934, 1969, 1975 e 1967.

5) É criada em 1983 a Seção de Crédito e Banco da Federação Nacional das Cooperativas de Gado.

6) É desativado o Banco Fundário da Coreia e a CFDC dá lugar em 1980 ao Banco de Crédito de Longo Prazo da Coreia.

7) O KEB torna-se banco comercial.

8) Este número inclui as associações da nova comunidade.

9) Este número inclui as companhias locais de seguro de vida.

Fontes: Cole & Park (pp. 40-41)

Bank of Korea (1993, p. 43; 1992, p. 39; 1990, p. 9)

KEB, Monthly Review (March 1991, p. 10; October 1989, p. 7; August 1986, p. 42; June 1990).

Tabela 24  
DEPÓSITOS POR TIPO DE INSTITUIÇÃO FINANCEIRA (COMPOSIÇÃO E TAXA DE CRESCIMENTO)

	1976	1980	1985	1989	unidade % Taxa média de crescimento (1)
Instituições Bancárias	74.7	66.3	48.5	36.6	23.1
Instituições Financeiras Não-Bancárias	25.3	33.7	51.5	63.4	39.6
Instituições de Desenvolvimento	0.8	0.9	0.5	0.6	26.5
Instituições de Poupança	12.4	15.7	20.5	28.9	38.8
Companhias de Investimento	8.2	10.9	17.0	18.7	38.6
Companhias de Seguro de Vida	3.9	6.2	13.5	15.2	44.3

Nota: 1) Representa a taxa anual de crescimento de 1976 a 1989.

Fonte: Bank of Korea (1990a, p. 3).

Tabela 25  
EMPRÉSTIMOS POR TIPO DE INSTITUIÇÃO FINANCEIRA (COMPOSIÇÃO E TAXA DE CRESCIMENTO)

	1976	1980	1985	1989	unidade: % Taxa média de crescimento (1)
Instituições Bancárias	68.2	62.2	53.6	49.9	24.7
Instituições Financeiras Não-Bancárias	31.8	37.8	46.4	50.1	32.3
Instituições de Desenvolvimento	16.6	19.2	17.1	9.0	21.9
Instituições de Poupança	7.3	8.8	14.0	22.1	39.1
Companhias de Investimento	7.1	6.7	8.8	9.0	30.1
Companhias de Seguro de Vida	0.8	3.1	6.5	10.0	54.6

Nota: 1) Representa a taxa anual de crescimento de 1976 a 1989.

Fonte: Bank of Korea (1990a, p. 3).

Tabela 26  
EMPRÉSTIMOS E REDESCONTOS DO BANK OF KOREA (FINAL DE 1989)

	valor	% do total	taxa de juros (% ao ano)
Redescontos de Commercial Bills	2588	26.6	7.0
Empréstimos para Financiamento de Exportação	639.2	6.6	7.0
Empréstimos para Agricultura e Pesca	566.9	5.8	3.0
Empréstimos Gerais	5920.6	60.9	7.0-15.0
Outros	5.3	0.1	
TOTAL	9720	100	

Fonte: Bank of Korea (1990a, p. 16).

Vale lembrar que, embora as demais instituições financeiras não-bancárias fossem privadas, o governo exercia sobre elas restrições operacionais de diversas ordens. Por exemplo, a autonomia na fixação das taxas de juros praticadas por estas instituições era na prática cerceada pelo Ministério das Finanças através de ameaças de auditoria, retirada de refinanciamento do Banco da Coréia, restrições na composição do portfólio (fixando tetos na parcela dos fundos alocada em imóveis, ações e debêntures), e de regulamentações sobre o crescimento do capital e do número de agências (Nam, 1991, p. 2; Amsden e Euh, 1990).

## 2. Atribuições e principais operações das instituições financeiras regulamentadas

### 2.1 O Banco Central

Desde seu estabelecimento em junho de 1950, o BOK foi compelido a se submeter às orientações do Ministério das Finanças, não obstante a legislação específica através da qual havia sido criado, o *Bank of Korea Act*, conceder ampla autonomia de decisão ao *Monetary Board* (MB) -- órgão do banco investido oficialmente da atribuição de formular e gerir a política monetária e creditícia. Através da revisão do *Bank of Korea Act* em maio de 1962, o novo governo sancionaria legalmente o controle do Ministério das Finanças sobre a atuação do banco central, conferindo ao primeiro o direito de solicitar a reconsideração de resoluções adotadas pelo MB, cabendo a decisão final em caso de impasse ao Presidente da República. A hegemonia do governo sobre o banco era assegurada, ainda, pelo próprio organograma do MB e pelo processo de escolha do governador e dos principais executivos do BOK.<sup>4</sup>

A prerrogativa concedida ao MB pelo *Bank of Korea Act* de definir e ajustar a estrutura das taxas de juros o capacitou a garantir financiamento preferencial a setores priorizados pelo governo por meio da diferenciação não apenas das taxas de redesconto mas também dos tetos nas taxas de juros de empréstimo das instituições financeiras (Bank of Korea, 1990a; Ito, pp. 453-4).

---

ações ofertadas publicamente -- o que resultou na incorporação de 180 mil novos acionistas que detinham, no final de 1991, 33% das ações. O controle do KEB permaneceu, entretanto nas mãos do governo e do BOK, que possuíam mais de dois terços das ações.

4. Além do Ministro das Finanças, que preside as reuniões, e do governador do BOK, compõem o MB representantes, designados pelo Presidente da República, de instituições financeiras (dois), do Ministério do Planejamento (um), do Ministério da Agricultura, Silvicultura e Pesca (dois) e do Ministério do Comércio e Indústria (dois). O governador do BOK, por sua vez, é nomeado pelo Presidente por recomendação do Ministro das Finanças, enquanto a designação dos demais executivos do alto escalão passa de algum modo pelo crivo do governo.

A política monetária e creditícia do Banco da Coreia têm envolvido controles de natureza quantitativa e qualitativa. Os controles do primeiro tipo incidem sobre as condições gerais de liquidez na economia, efetivando-se através de mecanismos diretos (como o estabelecimento de limites no montante de crédito concedido por uma instituição financeira e a exigência de depósitos dos bancos na Conta de Estabilização Monetária) e indiretos (administração das reservas compulsórias e dos termos e da disponibilidade e custo dos redescontos, e operações de *open-market*). Diferentemente, o controle qualitativo ou seletivo de crédito visa interferir nas condições relativas da oferta de crédito, discriminando setores através de políticas de taxas diferenciadas dos juros dos bancos e dos juros de redesconto e da definição de *guidelines* na alocação dos fundos bancários (ver tabelas 15 e 26).

O BOK oferece três modalidades de crédito aos bancos: redesconto de *commercial bills*, empréstimos colateralizados em ativos financeiros selecionados dos bancos e empréstimos gerais. O redesconto dos *commercial bills* elegíveis pode ser de até 50% do montante descontado pelos bancos. Os empréstimos com colaterais aplicam-se para o crédito bancário ao comércio externo (até 30% do crédito concedido pelo banco) e a pequenas e médias empresas (até 50%) e para os empréstimos da FNCA, FNCP e FNCG (até 50% para os das duas primeiras federações e até 40% para os da última). Os *empréstimos gerais* do Banco da Coreia às instituições bancárias compreendem, por sua vez, os empréstimos a taxas de juros preferenciais aos bancos pela sua participação em determinados tipos de *policy loans* (como o crédito para a aquisição de equipamentos às indústrias exportadoras ou para pequenas e médias empresas) e os empréstimos para suprir insuficiências temporárias de reservas dos bancos -- sobre os quais incidem taxas de juros punitivas, exceto em conjunturas criticamente adversas (Bank of Korea, 1990; Ito, pp. 455-6).<sup>5</sup>

Até meados dos anos 60, a aprovação antecipada da expansão de crédito para cada instituição bancária constituiu o principal instrumento de controle da liquidez. Mudanças institucionais e de política econômica neste período alterariam a importância relativa dos mecanismos de controle do crédito. A reforma financeira de 1965, elevando fortemente a captação de depósitos a prazo dos bancos comerciais e ampliando o influxo de capital estrangeiro na forma de empréstimos, provocaria um excesso de

5. Em junho de 1990, a composição dos empréstimos e redescontos do BOK era de 52% para empréstimos gerais, 27% para redescontos de *commercial bills*, 8% para comércio externo e 8% para empréstimos à agricultura, pesca e pecuária. As taxas de juros eram de, respectivamente, 15% (exceto para os empréstimos de reestruturação industrial,

liquidez bancária que seria enfrentado com o incremento do coeficiente de encaixe compulsório sobre o passivo em depósitos dos bancos junto às autoridades monetárias.<sup>6</sup> Pressionado pelas instituições bancárias que viam seus lucros comprometidos, o Banco da Coreia institui a Conta de Estabilização Monetária (CEM), que remunerava as reservas dos bancos com juros de 5% -- assemelhando-se neste aspecto com uma operação de *open market*. A exigência para que os bancos fizessem depósitos nesta conta a transformou porém num instrumento de controle de liquidez cuja especificidade residia na "seletividade e flexibilidade" com que as autoridades monetárias podiam administrar as reservas de cada banco.

De meados dos anos 60 até o início dos anos 80, o BOK combinaria estes três instrumentos (taxas das reservas compulsórias, CEM e imposição de tetos sobre a expansão creditícia de cada banco) para controlar o montante do crédito doméstico e dos agregados monetários.<sup>7</sup> As políticas financeiras de apoio à estratégia desenvolvimentista adotadas até o início dos anos 80 (juros baixos e garantia de crédito aos setores preferenciais), ao criarem no mercado de crédito bancário um excesso crônico de demanda, dificultavam seriamente o controle da oferta monetária através de instrumentos convencionais, uma vez que as instituições bancárias dependiam inevitavelmente dos empréstimos do BOK (Kwack & Chung, p. 116).

Ademais, o instrumento do redesconto era de pouca efetividade no controle do volume global de crédito pois uma parcela elevada dos *policy loans* concedidos pelos bancos dispunha de redesconto automático do BOK a taxas inferiores às que cobravam de seus clientes. Deste modo, a política de redesconto notabilizou-se mais pelos seus efeitos na alocação setorial do crédito (através da definição dos critérios de elegibilidade dos *bills* que usufruiriam de taxas preferenciais do BOK) do que pelo

---

cujas taxas eram de 3%), 7%, 7% e 3%. Salvo pelos empréstimos gerais, as taxas das demais linhas de empréstimos embutiam um subsídio, já que a *prime rate dos empréstimos bancários* nesta época era de 12,5%.

6. Este coeficiente mais que dobra entre 1965 e 1967. Neste ano, é fixado em 35% para os depósitos à vista, em 18% para os depósitos a prazo e de poupança de longo prazo e em 25% para os de curto prazo.
7. Entre 1977 e 1981 o BOK estabelece tetos na expansão do crédito doméstico para cada banco. Quanto à CEM, foi um recurso bastante utilizado até meados dos anos oitenta, notadamente na primeira metade desta década. Taxas elevadas de reservas compulsórias foram constantes nos anos 60 e 70, ocasionando inobservâncias recorrentes por parte dos bancos e baixa lucratividade. Estas taxas para os depósitos à vista caíram de 35% em 1966/67 para 18% em 1971, e elevaram-se progressivamente ao longo da década -- no fim de 1979 era de 27%. Após permanecerem num patamar inferior a 6% entre julho de 1981 e novembro de 1987, voltam a crescer devido ao impacto monetário do superávit das contas externas -- em 1990 foram de 11,5%. Vale lembrar que as federações de cooperativas agrícolas e de pesca beneficiavam-se de taxas menores *vis-à-vis* os bancos comerciais até julho de 1981, quando esta discriminação é suprimida. Nesta mesma data, o BOK unifica as taxas de reserva compulsória para depósitos à vista e para depósitos a prazo e de poupança; seu objetivo era inibir o deslocamento de fundos entre ativos financeiros com taxas de reserva diferentes -- uma fonte potencial de instabilidade do multiplicador monetário.

controle da liquidez, servindo essencialmente para induzir os bancos a concentrarem seus empréstimos nos setores prioritários (Bank of Korea, 1990a, p. 12; 1993, p. 3).

A partir de 1982, cresce a importância dos mecanismos indiretos de controle monetário e o BOK substitui a restrição direta formal do crédito bancário pela persuasão moral (Bank of Korea, 1990a). As operações de *open market*, um instrumento pouco utilizado até 1986, adicionam-se ao manejo das taxas de reservas compulsórias no controle monetário.<sup>8</sup> A estreiteza do mercado devia-se à escassez de instrumentos negociáveis produzida tanto pelo diferencial entre as taxas de emissão dos títulos e as taxas de juros de mercado como pela primazia dos empréstimos do BOK no financiamento do déficit fiscal do governo. Por esta razão, as operações de *open market* do BOK concentraram-se em um tipo especial de título que este banco emitia, os Bonds de Estabilização Monetária (BEMs), cuja aquisição compulsória pelas instituições financeiras desfigurava estas operações como constitutivas de um *open market* efetivo.<sup>9</sup>

Na segunda metade da década, o BOK e o governo entabulam esforços para desenvolver este mercado: o primeiro promovendo alguns leilões públicos para a venda de BEMs e negociando títulos públicos e governamentais com acordo de recompra, e o segundo ampliando a parcela do déficit fiscal financiada pela emissão de *bonds*. Como resultado da esterilização do incremento de liquidez provocado pelas contas externas, a emissão de BEMs expande-se fortemente a partir de 1986, ao mesmo tempo em que a CEM perde importância (tabela 27).<sup>10</sup>

Quanto aos controles seletivos do crédito, o BOK os utiliza de modo sistemático desde a instauração do governo militar. Regulamentações instituídas pelo MB em 1962 e revistas em 1982 autorizam o BOK a estipular *guidelines* para a alocação dos fundos dos bancos com o propósito de evitar que setores ou atividades relevantes para o desenvolvimento econômico sejam preteridos.

- 
8. Até 1983, os títulos governamentais eram adquiridos quase que exclusivamente por bancos especializados e de desenvolvimento, a despeito da instituição, em 1969, da cláusula de recompra na venda de títulos governamentais ou garantidos pelo governo (Ito, p. 457).
  9. A emissão de BEMs pelo Banco da Coreia como instrumento de política monetária, embora autorizada pelo *Bank of Korea Act*, foi encetada apenas em 1961, sendo interrompida no ano seguinte em decorrência da escassez de fundos bancários. Após a reforma de 1965, as emissões seriam retomadas devido à expansão monetária provocada pelas contas externas. Os termos e condições de emissão destes *bonds* são fixados pelo MB – em geral, as taxas de desconto equiparam-se às taxas de depósitos de maturação análoga.
  10. Em 1989, ano em que o BOK autoriza os bancos a retirarem seus saldos na CEM, esta conta representava cerca de 0,3% do passivo do BOK, contra 45% dos BEMs emitidos.

**Tabela 27**  
**EMISSIONES DE TÍTULOS PÚBLICOS E DO GOVERNO**

unidades: bilhões de Won, %

	1985	1986	1987	1988	1989
Bonds de Controle Monetário (A)	2099.9	4635.4	11883.1	19455.5	23728.4
Bonds de Estabilização Monetária	2099.9	4435.4	9383.1	16966.7	19828.4
Bills do Tesouro		200.0	1000.0	1500.0	2500.0
Bonds do Fundo de Equalização Cambial			1500.0	988.8	1400.0
Bonds Públicos e do Governo (B)	5329.3	7892.7	15552.4	23848.3	30100.6
Emissão Total de Bonds (C)	8548.3	10621.8	18742.0	28092.6	37059.6
A/B	39.4	58.8	76.4	81.6	78.8
A/C	24.6	43.6	63.4	69.3	64.0

Fonte: Monthly Review (February 1990, p. 6).

Inserir-se no âmbito destas regulamentações a exigência para que cada banco comercial canalize uma parcela mínima do incremento no montante de sua carteira de empréstimos de fundos bancários para as pequenas e médias empresas.<sup>11</sup>

Por sua vez, a política de redesconto seletivo do BOK foi introduzida no final dos anos 60, quando o governo, interessado em promover as exportações e a utilização de *commercial bills*, incumbiu o BOK de conceder redescontos a taxas preferenciais aos *bills* relacionados a atividades exportadoras e aos *commercial bills*, enquanto as taxas de redesconto dos empréstimos para as demais atividades eram em geral fixadas em níveis punitivos (ver tabelas 15 e 28). De início, os redescontos preferenciais eram automáticos, mas depois o BOK passa a racionalizá-los (suspendendo certas linhas de redesconto, limitando quantias e alterando os critérios de habilitação dos títulos para o acesso ao redesconto)<sup>12</sup> pois, dado que as taxas de redesconto ficavam invariavelmente abaixo das taxas de empréstimos cobradas pelos bancos de seus clientes e que inexisteriam tetos nos montantes de redescontos para empréstimos bancários direcionados a determinados setores, a demanda por redescontos era insaciável. No caso de *commercial bills* para as pequenas e médias indústrias e para a indústria pesada e química, o Banco da Coreia passou a estabelecer tetos no montante de redesconto. As autoridades monetárias manejariam, também, a parcela de redesconto fornecida para os diversos *commercial bills* e empréstimos de acordo com a situação financeira dos bancos (Ito, p. 454; Virmani, p. 74).

O poder discricionário do MB e do BOK sobre a alocação do crédito é reforçado pela atribuição de supervisão das atividades dos bancos, definida pelo *Bank of Korea Act* e pelo *General Banking Act*. Exemplo disto é a autoridade outorgada ao MB para definir o domínio de atividades extra-bancárias que os bancos podem executar e para estipular tetos no montante de crédito concedido pelos bancos a cada conglomerado.<sup>13</sup>

- 
11. Esta parcela é de 90% para o Dongnam Bank e para o Daedong Bank e de 35% para os demais *city banks*, de 80% para os bancos locais, e de 25% para as filiais de bancos estrangeiros (parcela que sobe para 35% se estas recorrerem às facilidades de redesconto do BOK).
  12. Em fevereiro de 1981, o *Monetary Board* abole a antiga regulamentação sobre desconto e vendas de *commercial bills* e acaba com o sistema de redesconto automático do Banco da Coreia, estabelecendo tetos para cada instituição bancária. A proporção de redesconto relativa às linhas de crédito de apoio à exportação cai de 100% em 1981 para 80% e 70%, respectivamente em junho de 1982 e junho de 1983; relativa aos *commercial bills* das pequenas e médias indústrias passa de 60% em junho de 1981 para 70% em julho de 1981 e 80% em março de 1982; e para as indústrias pesadas e química declina de 70% para 60% em junho de 1981 (Virmani, p. 74).
  13. Embora os bancos especializados e as IFNBs não sejam regulamentados pelo *General Banking Act*, o Ministério das Finanças delegou a função de fiscalizá-los ao órgão executivo do BOK responsável pela supervisão bancária.

Tabela 28  
DIFERENCIAIS DAS TAXAS DE JUROS

unidade: %

Ano	Mês	Diferencial em relação à taxa de redesconto do Bank of Korea		
		Taxa de desconto de commercial bills	Taxa de financiamento de exportação	Taxa de juros nos empréstimos gerais (até um ano)
1964	Mar. 16	de 3.5 a 2.5	3.5	de 3.5 a 0
	Jun. 8	de 3.5 a 2.5	4.5	de 3.5 a 0
1965	Set. 30	de 13.5 a 12.5	3.0	de 13.5 a 10.0
	Nov. 16	3.0	3.0	3.0
	Dez. 1	-4.0	3.0	-2.0
1967	Jun. 29	-4.0	2.5	-2.0
1968	Mar. 1	3.0	2.5	-2.0
	Out. 1	5.0	2.5	-2.8
1969	Jun. 1	2.6	2.5	-2.0
1970	Abr. 1	3.0	2.5	-2.0
	Dez. 3	5.0	2.5	-2.0
1971	Jun. 28	6.0	2.5	-2.0
1972	Jan. 17	6.0	2.5	0.0
	Ago. 3	4.5	2.5	1.5
1973	Mai. 14	4.5	3.5	1.5
1974	Jan. 24	4.5	5.5	1.5
1975	Abr. 17	4.5	3.5	1.5
	Out. 1	1.5	3.5	1.5
1976	Ago. 2	4.0	4.5	-1.0
1977	Jul. 1	de 6.0 a 4.0	4.5	2.0
	Out. 4	de 6.0 a 4.0	4.5	1.0
1978	Jun. 13	4.0	5.0	-4.0
1980	Jan. 12	4.0	5.0	-2.0
	Jun. 5	4.0	5.0	-2.0
	Set. 16	4.0	5.0	-2.0
	Nov. 8	4.0	5.0	-2.0
1981	Nov. 9	4.0	5.0	-1.0
	Nov. 30	5.0	5.0	-2.0
	Dez. 29	6.0	5.0	-2.0
1982	Jan. 14	9.0	5.0	-2.0
	Mar. 29	8.5	6.0	-4.0
	Jun. 28	5.0	5.0	-5.0

Fonte: Ito (p. 455).

## 2.2 As instituições bancárias

Definidas pelo *General Banking Act* como "entidades jurídicas que regular e sistematicamente se engajam no empréstimo de fundos obtidos através da assunção de obrigações na forma de depósitos, *securities* ou outras formas de débito", as instituições bancárias coreanas compreendem os bancos comerciais e os bancos especializados (Bank of Korea, 1990a). Os primeiros submetem-se ao *General Banking Act* e às regulamentações e instruções estabelecidas pelo MB (prerrogativa fixada pelo *Bank of Korea Act*), enquanto os últimos são regidos por diversas leis específicas através das quais foram constituídos. Além da captação de depósitos à vista, a prazo e de poupança, as instituições bancárias podem emitir debêntures e operar na área de *securities*, garantias e aceites, câmbio e, mais recentemente, com cartão de crédito, vendas de *commercial bills*, vendas de títulos públicos e governamentais com cláusula de recompra, *factoring* e *trust*. Os depósitos em won representam a principal fonte de recursos das instituições bancárias.<sup>14</sup> O estabelecimento de novas modalidades de instituições financeiras não-bancárias a partir de 1972 com maior liberdade no que se reporta tanto à fixação das taxas de juros como à destinação de recursos responde em grande parte pelo progressivo declínio na participação dos DMBs -- sobretudo dos bancos comerciais -- no montante global de crédito e de depósitos do conjunto das instituições financeiras.

Os bancos comerciais compõem-se de três segmentos distintos: os *city banks* (com rede de agências de extensão nacional), os bancos locais ou provinciais (atuando em nível regional) e as agências de bancos estrangeiros.<sup>15</sup> A origem dos bancos comerciais de extensão nacional remonta ao período em que os japoneses controlavam o sistema financeiro coreano, quando foram criadas quatro das cinco *city banks* existentes em 1981 (mais seis seriam constituídos a partir de então).<sup>16</sup> Transferidos para o governo após a Segunda Guerra e privatizados entre 1954 e 1957, estes bancos retornariam ao controle estatal com o golpe militar de 1961, mediante o confisco de ações e através do Decreto Temporário de Administração Bancária -- que limitava o direito de voto de qualquer acionista privado dos *city banks* em 10% do total de votos. No ano seguinte, o Bank of Seoul, criado originariamente como um banco regional em

14. No final de junho de 1990, os depósitos representavam 59% dos recursos dos DMBs, 89% dos quais em won.

15. No que se refere à composição dos depósitos dos bancos comerciais em junho de 1990, os três participavam, respectivamente, com 77%, 22%, e 1%; enquanto a contribuição nos empréstimos e descontos perfazia 76%, 17% e 7%.

16. Dois destes bancos datam do final do século passado (o Cho Hung Bank e o Commercial Bank of Korea), enquanto o Korea First Bank surge em 1929 e o Hanil Bank em 1932.

1959 (com área de atuação restrita à região metropolitana de Seúl), transforma-se em banco comercial autorizado a operar em todo o país.<sup>17</sup> Em 1972, seria privatizado o Commercial Bank of Korea, cujas ações em posse do governo são vendidas à Associação Coreana de Traders. Nos anos oitenta, o processo de privatização ganha impulso: em junho de 1981, o controle da propriedade do Hanil Bank transfere-se para o setor privado, em setembro do ano seguinte o mesmo ocorre com o Korea First Bank e o Bank of Seoul and Trust Company (renomeado Bank of Seoul em 1985), e em março de 1983 é a vez do Cho Hung Bank (Kimn, 1989b, p. 8). Paralelamente, com o propósito de promover a concorrência no setor bancário, o governo autorizaria a formação de dois novos bancos -- o Shinhan Bank, constituído em julho de 1982 por residentes coreanos no Japão e o KorAm Bank, uma *joint venture* criada em março de 1983 por empresários coreanos e pelo Bank of America. Em 1989, mais três *city banks* são criados: o Donghwa Bank, o Dongnam Bank e o Daedong Bank -- os dois últimos voltados para o financiamento de pequenas e médias empresas e do desenvolvimento regional (ambos com sedes localizadas fora de Seúl). Neste mesmo ano, o KEB, até então um banco especializado, converte-se em banco comercial de âmbito nacional.

Em contraste com os *city banks*, a origem dos bancos locais é recente. Surgem em 1967 com base no propósito governamental de reduzir os desequilíbrios econômicos regionais.<sup>18</sup> Desde o início, são de propriedade do setor privado. Também em 1967, os bancos comerciais estrangeiros seriam autorizados pelo MB a abrir agências no país. Visava-se com esta permissão explorar as conexões destes bancos com os mercados financeiros internacionais e, assim, fomentar o influxo de capital externo. Na segunda metade dos anos setenta, os déficits no balanço de pagamentos em conta corrente e o aprofundamento dos vínculos com o exterior da economia coreana levam o governo a flexibilizar o controle sobre o ingresso e sobre as operações destes bancos, resultando na ampliação do número de agências e do volume e do espectro de operações. O arcabouço regulatório no qual eram enquadrados até meados dos anos 80 apresentava um caráter discriminatório que combinava vantagens e desvantagens em relação ao tratamento concedido aos seus congêneres domésticos, com o resultado líquido sendo-lhes benéfico. Com suas operações submetidas ao Decreto de Controle Cambial, os bancos estrangeiros eram privados dos empréstimos junto ao BOK, usufruindo em contrapartida o direito de captar recursos em *won* através da venda controlada de

---

17. Em 1976, este banco funde-se com o Korea Trust Bank (estabelecido em 1968), formando o Bank of Seoul and Trust Company.

18. Entre 1967 e 1971, seriam formados 10 bancos locais -- número que se mantém em 1990.

moedas estrangeiras a este banco mediante acordos de *swaps*.<sup>19</sup> A partir de 1984, este tratamento diferenciado seria revisto pelo governo. Inicialmente, as agências dos bancos estrangeiros são autorizadas a ingressar na Federação Coreana de Bancos e nos anos seguintes, o MB concede-lhes diversas prerrogativas -- facilidades de redesconto do BOK nos empréstimos para exportação (desde março de 1985) e nos *commercial bills* gerais (desde julho de 1986), permissão para operarem com *money in trust* em setembro de 1985 e, um ano depois, com certificados de depósitos negociáveis, e desde agosto de 1988 acesso aos empréstimos do BOK para cobrir deficiências de reservas. Em contrapartida, seus antigos privilégios, como as facilidades de *swaps* que lhes garantiam rendimento atraente, são simultaneamente reduzidos a partir de 1986. No mesmo sentido, os bancos domésticos perdem a exclusividade com certas obrigações, como a observância de *guidelines* na carteira de empréstimos: desde março de 1985, as filiais dos bancos estrangeiros devem direcionar para as pequenas e médias empresas no mínimo 25% do incremento no montante de seus empréstimos com fundos bancários em won, proporção que se eleva para 35% caso estes bancos recorram às facilidades de redesconto para *commercial bills* do BOK. Entre os objetivos da equiparação no tratamento entre bancos domésticos e estrangeiros, incluem-se a assimilação de técnicas bancárias mais avançadas e o aperfeiçoamento da qualificação gerencial.

Os bancos especializados foram criados através de leis especiais para o provimento creditício de setores e atividades priorizados pela estratégia econômica ou de interesse social mas preteridos ou não atendidos satisfatoriamente pelas instituições financeiras existentes.<sup>20</sup> Embora estejam, segundo as leis que os constituíram, sob a direção e supervisão do governo (mais especificamente, do Ministério das Finanças), estes bancos têm parte de suas operações sob o controle do MB -- que define, por exemplo, os percentuais de reservas compulsórias e os tetos nas taxas de juros.<sup>21</sup> Até 1989, o banco especializado mais importante era o Korea Exchange Bank, cuja participação no total de empréstimos dos DMBs durante os anos oitenta variou entre

19. Este tipo de operação é vantajoso e explica em parte a rentabilidade superior das filiais dos bancos comerciais estrangeiros face a dos bancos domésticos -- apenas em dois anos entre 1968 e 1982 e em nenhum ano entre 1986 e 1991 a rentabilidade foi menor (Kyu, 1992, p. 14; Korea Exchange Bank, 1989, p. 139).

20. As atividades e setores econômicos atendidos por bancos especializados são: agricultura, pesca e pecuária (atendidas pela Seção de Crédito e Banco, respectivamente, da FNCA (banco criado em 1961), da FNCP (em funcionamento desde 1962) e da FNCG (autorizada a operar desde 1983); pequenas e médias empresas (o Banco das Médias Indústrias, que aparece em 1961, e nos anos oitenta se transforma no Banco Industrial da Coreia); crédito pessoal (o Banco Nacional dos Cidadãos, instituído em 1963); comércio externo e finanças internacionais (o KEB, estabelecido em 1967 e que se transforma em banco comercial em 1989) e habitação (Banco da Habitação da Coreia, criado em 1967).

24,6% (em 1980) e 13,7% (em 1989) -- algo em torno de 5% a 7% do PNB. Transformado em banco comercial em 1989, este banco cederia a liderança para a Seção de Crédito e Banco da FNCA.<sup>22</sup>

### 2.2.1 As principais operações dos DMBs

Os empréstimos dos DMBs podem ser classificados segundo a moeda em que são concedidos (nacional ou estrangeira), a origem dos recursos (fundos bancários, FNI e fundos governamentais) e o prazo dos empréstimos (fundos operacionais e fundos para equipamento). Os empréstimos em moeda estrangeira submetem-se à Lei de Controle Cambial (de 1962) e às Regulamentações dos Empréstimos e Depósitos em Moeda Estrangeira, sendo suas taxas de juros definidas pelos bancos, respeitado o teto fixado pelo governador do BOK. Destinam-se principalmente ao financiamento da importação de equipamentos, de investimentos no exterior e do repagamento do principal de empréstimos externos de maturidade superior a três anos.

Os empréstimos com fundos bancários são aqueles cujo *funding* compõe-se de depósitos do público, de empréstimos do BOK, de empréstimos externos ou de *call money*, enquanto os empréstimos com fundos governamentais são financiados com empréstimos do governo.<sup>23</sup> Os fundos governamentais concentram-se nos bancos especializados e são utilizados para empréstimos com taxas e prazos preferenciais aos setores selecionados.<sup>24</sup> Em relação ao FNI, os DMBs atuam como agentes repassadores de seus recursos, para os quais são obrigados a contribuir com 20% do aumento no montante de seus depósitos de poupança e a prazo.

Os fundos bancários compreendem, entre outras categorias de empréstimos, os empréstimos gerais, os descontos de *commercial bills*,<sup>25</sup> os empréstimos para comércio externo, os empréstimos relacionados com depósitos de poupança parcelada, os empréstimos para equipamentos de economia de energia (introduzidos em 1980), *overdrafts*, os empréstimos para equipamentos das indústrias exportadoras e os

- 
21. Além disto, por delegação do Ministério das Finanças, o BOK exerce também a função de supervisão e fiscalização destes bancos.
  22. Em junho de 1990, os ativos deste banco especializado totalizavam US\$ 17,5 bilhões, contra 14,0 do BNC, 13,1 do BHC, 12,6 do BIC, 1,8 da FNCP e 1,2 da FNCG. No final de 1988, os ativos do KEB somavam US\$ 26,4 bilhões.
  23. Em junho de 1990, a composição dos empréstimos e descontos dos DMBs por fonte de recursos era de 93% para os fundos bancários, 5,5% para o FNI e 1,5% para os fundos governamentais.
  24. Os prazos variam entre 5 e 20 anos e as taxas de juros em junho de 1990 situavam-se em torno de 10%, enquanto as dos fundos bancários ficavam na faixa entre 10% e 13%.
  25. O banco adquire com um desconto o *commercial bill*, que deve necessariamente estar lastreado numa operação comercial, e o retém até seu vencimento -- em geral, não superior a três meses.

empréstimos dos bancos especializados para seus respectivos setores. Além disto, os bancos comerciais são obrigados a alocar uma parcela mínima (que oscila de 25% a 90%) do aumento no montante de seus empréstimos com fundos bancários às pequenas e médias empresas.

Os empréstimos gerais preponderam entre as modalidades de crédito bancário (ver tabela 29). Nos anos 70, sua participação no montante total dos empréstimos e descontos dos DMBs declinou em razão do notável incremento dos empréstimos preferenciais induzido pelo empenho do governo em manejar políticas financeiras direcionadas para a efetivação das metas referentes à promoção das exportações e das indústrias pesadas e químicas contidas no terceiro e no quarto plano quinquenal.<sup>26</sup> A partir de 1982, entretanto, a contribuição dos empréstimos gerais se expande fortemente devido à eliminação de algumas linhas de crédito preferencial ofertadas anteriormente pelos bancos comerciais e à supressão no *gap* entre as taxas de juros dos empréstimos preferenciais e gerais.

Nesta década, aumenta também a importância dos descontos de *bills* na composição dos empréstimos e descontos dos DMBs. Os descontos de certas modalidades de *commercial bills* usufruem das facilidades de redesconto do BOK -- como os *bills* emitidos ou recebidos por pequenas e médias empresas elegíveis (com redesconto de até 70% do montante descontado pelo banco) e os *bills* garantidos pelo Fundo de Garantia de Crédito da Coreia e pelo Fundo de Garantia de Crédito para a Tecnologia da Coreia. Nos anos 70, os *bills* para operações com exportação contavam com redesconto automático integral altamente subsidiado.

Quanto aos empréstimos para comércio externo (exportação e importação em geral, construção no exterior, etc.), destinam-se fundamentalmente para o financiamento de operações correntes -- de prazo inferior a oito meses. Algumas destas linhas de crédito contam com financiamento do BOK numa proporção que varia de 30% a 90% do montante do empréstimo. Desde fevereiro de 1988, estes empréstimos foram suspensos para as grandes firmas associadas a conglomerados. Responsáveis por uma parcela expressiva dos empréstimos dos DMBs até o início dos anos 80, esta linha

---

26. A participação dos empréstimos preferenciais no montante total dos empréstimos e descontos dos DMBs elevou-se de uma média de 26% entre 1969 e 1972 para 37% entre 1973 e 1982 -- em 1981 atinge 40,4% (Ito, p. 464). Estes empréstimos crescem a uma taxa anual média em torno de 40% entre 1973 e 1981. Ito (p. 464) sustenta que a "Coreia utiliza-os (os empréstimos preferenciais) aparentemente para estimular o nível de atividade durante a recessão econômica". O confronto entre a performance do PIB e a evolução das taxas de crescimento dos empréstimos preferenciais não sugere, porém, uma tendência anti-cíclica na trajetória destes empréstimos.

de crédito estreitou drasticamente sua participação a partir de então.<sup>27</sup> Facilidades nos empréstimos para a aquisição de equipamentos e capacitação tecnológica são concedidas desde 1984 às indústrias exportadoras e às indústrias que lhes fornecem insumos, benefício que seria estendido dois anos depois às indústrias produtoras de componentes para substituição de importações. Estas facilidades compreendem o financiamento bancário integral para as pequenas e médias empresas qualificadas e de até 80% para os demais empresas, e os empréstimos do BOK para os bancos num montante de até 20% ou de até 60% do que emprestaram, respectivamente, para as grandes e para as pequenas e médias empresas.

No que concerne à utilização dos fundos dos DMBs, as parcelas referentes ao financiamento de capital de giro (*operating funds*) e de equipamentos (*equipment funds*) têm se conservado em torno de 3:1 desde os anos 70 (tabela 30). Enquanto os fundos governamentais são preponderantemente canalizados para o financiamento de equipamentos (sobretudo para os setores eleitos como prioritários), os fundos bancários concentram-se no crédito a atividades operacionais.<sup>28</sup>

Além dos empréstimos, destaca-se entre as operações dos DMBs a garantia de *bonds* emitidos por empresas (tabela 31). O compromisso do banco de resgatar integralmente o valor do *bond* no caso de a empresa falir equivalia na prática à concessão de um empréstimo lastreado em depósito de mesmo montante e prazo, distinguindo-se apenas pela cobrança de uma comissão direta. Sem colateral, esse empréstimo disfarçado implicava um risco maior para o banco, que só o assumiria se dispusesse de informação ou influência sobre a firma emissora (adquiridas provavelmente através de concessões anteriores de empréstimos regulares) e/ou sofresse sérios constrangimentos em suas operações no mercado de "crédito direto" (baixas taxas de juros, por exemplo). Insignificante até 1975, a proporção entre o valor das garantias de título e o valor total dos empréstimos lastreados em fundos bancários dos bancos comerciais situou-se por volta de 17% entre 1980 e 1982. Os DMBs avalizaram em média 83% do montante de títulos emitidos com garantia no período entre 1975 e 1980 (Virmani, p. 81).

---

27. Entre 1973 e 1982, as linhas de apoio às exportações predominaram na composição do crédito preferencial – com uma participação variando de 30% a 50% (algo próximo a 15% do crédito global dos DMBs).

28. Em junho de 1990, os fundos operacionais (com maturidade em geral de um ano) representavam 94% dos empréstimos gerais dos DMBs, embora renovações e *roll-overs* periódicos convertessem estes fundos em alternativa de *funding* dos investimentos de longo prazo das empresas. Os créditos preferenciais constituem a principal destinação dos fundos para equipamento (sua contribuição média anual entre 1973 e 1982 representou mais de 80% do montante total destes fundos).

Tabela 29  
COMPOSIÇÃO DOS EMPRÉSTIMOS E DESCONTOS DAS INSTITUIÇÕES BANCÁRIAS (em %)

	1980	1985	1990	1991	1992
Descontos de Bills	6.59	8.55	11.32	13.02	13.28
Empréstimos Gerais	31.04	39.99	44.45	45.14	45.19
Empréstimos para Comércio Externo	15.23	10.01	2.81	2.69	2.64
Empréstimos para Equipamentos da Indústria de Exportação	0.23	1.9	4.35	3.82	3.16
Empréstimos para Habitação	8.71	7.45	11.27	11.58	12.44
Empréstimos para Agricultura, Pesca e Gado	3.72	3.52	4.61	4.19	4.14
Outros	34.87	28.58	21.64	19.56	19.15
Total	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

Fonte: Bank of Korea (1993, p. 44).

Tabela 30  
COMPOSIÇÃO DOS EMPRÉSTIMOS E DESCONTOS DAS INSTITUIÇÕES BANCÁRIAS (em %) (1)

	1978	1979	1980	1981	1986	1987	1988	30/06/89	30/06/90
Fundos Bancários	91.08	92.09	92.55	93.14	92.48	92.56	92.74	92.28	92.97
Empréstimos operacionais	78.69	80.63	79.89	77.27	75.40	74.53	73.49	73.80	74.68
Empréstimos para equipamentos	12.39	11.46	12.66	15.87	17.07	18.03	19.25	18.47	18.28
Fundos governamentais	4.57	3.87	4.13	3.91	4.83	4.96	5.06	5.74	1.55
Empréstimos operacionais	0.69	0.26	0.28	0.27	0.39	0.57	0.81	1.25	0.01
Empréstimos para equipamentos	3.88	3.61	3.85	3.63	4.43	4.40	4.25	4.49	1.54
Fundo Nacional de Investimento (FNI)	4.35	4.04	3.32	2.96	2.70	2.48	2.20	1.98	5.48
Empréstimos operacionais	0.21	0.16	0.24	0.40	0.04	0.05	0.03	0.02	1.20
Empréstimos para equipamentos	4.14	3.88	3.08	2.56	2.66	2.42	2.17	1.96	4.28
Empréstimos totais	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
Empréstimos operacionais	79.59	81.05	80.42	77.94	75.84	75.15	74.34	75.08	75.90
Empréstimos para equipamentos	20.41	18.95	19.58	22.06	24.16	24.85	25.66	24.92	24.10

Nota: 1) Não incluem empréstimos em moeda estrangeira.

Fontes: Virenti (p. 95)  
Korea Exchange Bank (1989, p. 59)  
Bank of Korea (1990a, p. 47).

Tabela 31  
**BANCOS COMERCIAIS: GARANTIA DOS BONDS**

Ano	A- Empréstimos de fundos bancários	B - Garantia de bonds	C = B/ (A + B)
1973	987.1	0.30	0.03
1974	1534.1	5.37	0.35
1975	1847.2	22.47	1.20
1976	2332.3	91.88	3.79
1977	2867.1	205.82	6.70
1978	4050.8	374.42	8.46
1979	5401.8	664.49	10.95
1980	7209.8	1234.10	14.62
1981	9544.4	1595.65	14.32
1982	11800.6	1987.84	14.42

Fonte: Virmani (p. 81).

Para compensar a perda de competitividade dos DMBs *vis-à-vis* as IFNBs, o governo autoriza-os a partir do início da década de 80 a progressivamente diversificarem seus negócios: cartão de crédito (desde setembro de 1980); negociação dos *commercial bills* por eles descontados (desde setembro de 1982); vendas de títulos públicos e do governo com compromisso de recompra (a partir de outubro de 1982); *factoring* (em 1983); transações com certificados de depósitos negociáveis (a partir de 1984);<sup>29</sup> esquemas de depósitos com rendimento mais elevado (como os depósitos preferenciais de poupança e *money in trust* para pessoas físicas, permitidos desde 1985, *money in trust* para pessoas jurídicas, em 1987,<sup>30</sup> e operações de *trust* em geral);<sup>31</sup> aceites, descontos e vendas de *trade bills* de empresas exportadoras (julho de 1989); e vendas de *corporate bonds* com cláusula de recompra (desde agosto de 1990).

Por sua vez, o *General Banking Act* dispõe de um aparato regulamentatório de caráter prudencial que, para evitar a instabilidade do mercado, delimita o campo de operações dos bancos. Estes estão sujeitos as seguintes proibições: investimentos em ativos reais que não sejam indispensáveis à condução de suas atividades; empréstimos que fomentem operações especulativas com mercadorias e *securities*; empréstimos num montante superior a 25% do capital acionário do banco a um único indivíduo ou empresa (o mesmo ocorrendo para garantias de obrigações que ultrapassem 50%); empréstimos caucionados em mais de 20% do valor das ações emitidas por uma corporação; empréstimos para pessoas físicas ou jurídicas adquirir as próprias ações do banco; compra de ações emitidas pelos demais bancos, ou de mais de 10% das ações emitidas por uma corporação; aquisição de ações, debêntures ou outro tipo de *security* com maturidade superior a três anos (exclusive *bonds* governamentais e BEMs) num montante de até 25% dos seus depósitos à vista.<sup>32</sup>

Cada um dos bancos especializados apresenta algumas peculiaridades operacionais. O BIC, por exemplo, fornece garantias e, desde que autorizado pelo Ministro das Finanças, aporta capitais ou subscreve debêntures de pequenas e médias empresas. Já o BIC concede empréstimos de remuneração mútua aos depositantes em

29. São títulos de três a seis meses de prazo cujos recursos não estão sujeitos às exigências de reservas.

30. As aplicações dos recursos captados pelos *trust funds* (saldos ociosos de curto prazo das empresas) concentram-se na compra de BEMs.

31. O Ministro das Finanças, através do *Trust Business Act*, e o MB, através do *General Banking Act*, autorizam os bancos locais em maio de 1983 a operarem com *trust* – atividade inicialmente restrita ao Bank of Seoul. Esta permissão é estendida aos *city banks* em fevereiro do ano seguinte, às filiais de bancos estrangeiros em setembro de 1985 e aos bancos especializados em janeiro de 1989.

32. Os investimentos em *securities* (excluindo-se os BEMs) representaram 7,2% dos ativos dos DMBs em junho de 1990, enquanto a parcela dos empréstimos e descontos foi de 51,5%.

conta parcelada mútua.<sup>33</sup> Por sua vez, o BHC capta depósitos de poupança habitacional parcelada e administra o Fundo Nacional de Habitação -- criado em 1981 para apoiar financeiramente programas de construção de casas populares através de recursos levantados pela venda de *Bonds* Nacionais de Habitação e pela Loteria Habitacional.<sup>34</sup>

### 2.2.2 As contas do passivo dos DMBs

Até 1965, o passivo dos bancos comerciais era suprido predominantemente por depósitos à vista, com os depósitos a prazo e de poupança, a emissão de ações e os empréstimos do Banco da Coréia ocupando uma posição secundária.<sup>35</sup> Para engajar estes bancos nos esforços de mobilização da poupança doméstica necessária para a consecução das metas planejadas de crescimento econômico, o governo promove a reforma financeira de 1965, cujo eixo centrava-se na elevação dos depósitos à prazo e de poupança. Esta medida alteraria a composição dos fundos bancários em favor deste tipo de depósitos, que passa a superar os depósitos à vista.<sup>36</sup> Ao longo dos anos setenta, a parcela dos depósitos à vista recuaria ainda mais (em 1981 responderiam por apenas 5,6% do passivo dos bancos comerciais).

Com a extensão da política de crédito preferencial na década de setenta, seria expandida a proporção dos empréstimos externos e do Banco da Coréia. Os primeiros (na forma de refinanciamentos e empréstimos bancários), insignificantes até 1969, percorrem a partir de então patamares crescentes no *funding* dos bancos comerciais (atingindo 23% no biênio 1980/81), em decorrência sobretudo do aprofundamento da estratégia de desenvolvimento orientada para as atividades exportadoras.<sup>37</sup> A contribuição dos créditos do Banco da Coréia, por sua vez, resgata os níveis de dois dígitos que prevaleceram antes da reforma: de 1970 a 1981 flutua entre 10,8% e 15,5%, exceto em 1974 quando se aproxima dos 20%. Já a participação dos empréstimos governamentais mantém-se inexpressiva (menos de 3% nos anos 70). Com a ampliação da parcela referente aos recursos externos e aos empréstimos das

33. Com a reforma em dezembro de 1982 da lei especial que o regulamentava, o BNC perde a exclusividade nos negócios de empréstimos de remuneração e depósitos parcelados mútuos, mas simultaneamente é autorizado a diversificar suas operações: elimina-se a exigência de emprestar apenas aos depositantes em contas parceladas e permite-se seu ingresso na transação e garantia de *securities* emitidas por firmas pequenas.
34. O BHC pode, obedecendo certos limites, conceder empréstimos gerais.
35. No período pré-reforma do governo militar (1962/64), a contribuição destas operações era em média de, respectivamente, 45%, 29%, 11% e 10% (Ito, p. 466).
36. A partir da reforma, os depósitos a prazo e de poupança ampliam reiteradamente sua participação, atingindo 66,3% em 1969, às custas sobretudo dos depósitos à vista, cuja contribuição decaiu quase 25 pontos percentuais entre 1964 e 1969. Declinam, também, as parcelas referentes a ações (de 13,9% no biênio 1963/64 para 5,5% entre 1966/69) e a empréstimos do Banco da Coréia (de 12,4% para 5%).

autoridades monetárias, os depósitos à vista e os depósitos a prazo e de poupança vêm sua participação minguar. Nos dois primeiros anos da década de 80, a estrutura passiva dos bancos comerciais concentrava-se nos depósitos à prazo e de poupança (38,8%) e nos empréstimos externos (23,2%) e do Banco da Coréia (14%), sendo marginais as contribuições dos depósitos à vista, ações e empréstimos governamentais (respectivamente de 6,8%, 3,1% e 2,2%).

A composição do passivo em cada uma das três modalidades que compõem o sistema bancário comercial coreano apresenta algumas especificidades. Se tomarmos como referência os balanços de junho de 1990, os principais componentes do passivo dos onze bancos comerciais de porte nacional são os depósitos a prazo e de poupança (34%), os depósitos à vista (18%), os empréstimos do BOK (13%) e os depósitos em moeda estrangeira (12%). Já o passivo dos bancos locais apresenta uma composição que se distingue pela pouca importância dos depósitos em moedas estrangeiras (2%) e pela predominância dos depósitos a prazo e de poupança (49%), dos depósitos à vista (26%) e dos empréstimos do BOK (7%). Quanto às agências dos bancos estrangeiros, destacam-se entre suas fontes passivas os *swaps* com o BOK dos empréstimos em moeda estrangeira da matriz ou de outras agências no exterior (a chamada conta *inter-office*, com uma contribuição de 59%), os depósitos à vista (7%), as garantias recebidas (6%) e os empréstimos em moedas estrangeiras (5%).

No que se refere aos bancos especializados, suas fontes de recurso distinguem-se não apenas *vis-à-vis* os bancos comerciais, mas entre si. O BIC, o BNC e o BHC (bancos que foram constituídos com mais de 50% do capital subscrito pelo governo) concentram seu passivo nos depósitos do público em won,<sup>38</sup> e todos estes três bancos estão autorizados a emitir debêntures com garantia governamental para o financiamento de suas atividades específicas (prerrogativa usufruída também pelos setores bancários das três federações nacionais de cooperativas). Os empréstimos e descontos, principal conta dos ativos destes três bancos, são supridos preponderantemente com fundos bancários.<sup>39</sup> Por sua vez, os setores de crédito e banco da FNCA, da FNCP e da FNCG caracterizam-se pela importância em seus passivos dos empréstimos

---

37. A média evolui de 0,2% no período 1962/69 para 12,6% em 1974/78 e 23,2% em 1980/81 (Ito, p. 466).

38. Estes contribuem com 90% do passivo do BHC e do BNC e com 53% do passivo do BIC. No passivo deste último banco destaca-se ainda a participação de 11% dos empréstimos do BOK.

39. A participação nos empréstimos e descontos dos fundos governamentais em junho de 1990 era de 6% para o BIC, 2% para o BNC e 0,2% para o BHC.

governamentais, do BOK e de alguns fundos específicos,<sup>40</sup> e pela proporção expressiva dos fundos governamentais no montante de seus empréstimos e descontos.<sup>41</sup>

Os recursos provenientes dos fundos bancários (depósitos, *call money*, empréstimos do Banco da Coreia e empréstimos estrangeiros) mantêm a supremacia no *funding* dos empréstimos dos DMBs (mais de 90% desde os anos 60). A parcela reduzida dos fundos governamentais (declinante desde o início da década de 70) evidencia a indispensabilidade do engajamento dos DMBs na mobilização de fundos para sustentar as políticas desenvolvimentistas. Por esta razão, o governo empenhou-se em incorporá-los no financiamento das atividades que julgava prioritárias através de mecanismos compulsórios ou de medidas de incentivo (como o redesconto preferencial do Banco da Coreia, a cobertura com recursos orçamentários dos diferenciais entre as taxas de captação e aplicação e o financiamento designado por *guidelines*). Todavia, o excesso crônico de demanda por crédito manteve os bancos comerciais com uma insuficiência recorrente de fundos emprestáveis, que era coberta em grande parte pelos empréstimos do BOK.<sup>42</sup>

### 2.2.3 As contas do ativo dos DMBs

Os DMBs orientam-se predominantemente para a concessão de empréstimos de curto prazo. Entre 1962 e 1981, os empréstimos sempre equivaleram a mais de 59% dos ativos destes bancos. No ano subsequente à reforma de 1965, esta proporção, que gravitava ao redor dos 70%, assiste a uma queda de mais de 10 pontos percentuais -- deslocada pelo incremento na participação dos depósitos junto ao Banco da Coreia e das debêntures financeiras. Depois de oscilações em torno de uma média de 65% entre 1969 e 1977, a participação dos empréstimos se aproximaria novamente dos 70% em 1981 (Ito, p. 467).

Até o final da década de 70, os depósitos junto às autoridades monetárias ocuparam a segunda posição entre as componentes do ativo dos bancos comerciais. A ampliação de sua parcela no total de ativos nos anos posteriores à reforma e ao primeiro choque no preço do petróleo derivou do aumento nos encaixes compulsórios,

40. Na composição do passivo destes três bancos especializados, os empréstimos do governo contribuíram com respectivamente, 23%, 18% e 12%, os empréstimos do BOK com 7%, 17% e 6%, enquanto o Fundo de Promoção da Pecuária e o FNI perfizeram 30% e 11% do passivo das seções bancárias e creditícias do FNCG e do FNCP.

41. Esta proporção é de 39%, 37% e 15%, respectivamente, para as seções bancárias da FNCA, FNCP e FNCG. No caso da FNCG, a baixa participação dos fundos governamentais deve-se em parte à inclusão nos fundos bancários dos recursos do Fundo de Promoção da Pecuária.

medida adotada para enfrentar o excesso de liquidez.<sup>43</sup> A redução no coeficiente de reservas compulsórias, adotado em 1980 e 1981 como uma forma de compensação à contração na demanda por empréstimos advinda com a recessão, resultou no declínio acentuado da participação destes depósitos -- para, respectivamente, 7,5% e 3,9% (Ito, p. 468).

Por sua vez, as aplicações em moeda estrangeira e ouro despontam a partir de 1967 com contribuições relevantes, ficando por volta de 11% entre 1979 e 1981. A posse de *securities* que nos anos 70 havia variado entre 4% e 7%, cresce para 10% em 1981 -- destacando-se em sua composição os títulos governamentais (mais de 40%) e debêntures financeiras (por volta de 30%). Cabe ressaltar que a posse de ações e debêntures de empresas não-financeiras pelos bancos comerciais foi quase sempre negligenciável -- média de 1,7% e 0,5% entre 1972 e 1981.<sup>44</sup>

Em junho de 1990, os ativos dos bancos comerciais com cobertura nacional concentravam-se nos empréstimos e descontos (que perfaziam 45% do total), sendo o restante distribuído entre reservas em moeda ou cheque (16%), *securities* (10%), e empréstimos em moeda estrangeira (7%). Quanto aos bancos locais, as participações destas modalidades no total de seus ativos foram de, respectivamente, 50%, 12%, 17% e 1%. Já nas contas dos ativos das agências dos bancos estrangeiros predominaram os empréstimos e descontos (39%), empréstimos em moedas estrangeiras (32%), reservas em moeda estrangeira (9%) e empréstimos no *call market* (6%).

Quanto aos prazos dos empréstimos dos *city banks*, houve um alongamento substancial desde 1966. No final de 1980, os créditos com maturidade menor do que três meses não atingiam 30% e os com superior a um ano representavam 30,8% do portfólio de empréstimos destes bancos, contra respectivamente 69,4% e 0,4% em março de 1966. Em dezembro de 1982, a proporção de empréstimos concedidos por mais de 3 anos era de 15,8%. Para os bancos locais, esta proporção raramente superou os 7%. Contribuíram decisivamente para o alongamento temporal dos empréstimos dos bancos comerciais, os planos de empréstimo a longo prazo de 1970 e 1973 (como o

42. Em junho de 1990, os empréstimos do BOK responderam por 21% do montante total de empréstimos e descontos concedidos pelos bancos comerciais.

43. Após atingir o pico de 21,3% em 1966, esta proporção flutua entre 11% e 18% nos 15 anos seguintes.

44. Ito (p. 469) arrola três razões para esse fato: a política de crédito preferencial que esgota os recursos aplicáveis, a incompetência dos bancos comerciais de liderar o sindicato de *underwriting* e a escassez de títulos seguros e lucrativos.

FNI). Não era incomum, como vimos, que as empresas obtivessem financiamento de longo prazo através da renovação seguida de empréstimos de curto prazo.<sup>45</sup>

#### 2.2.4 Receitas, despesas e rentabilidade dos bancos comerciais

Não há dúvida de que o controle governamental sobre a alocação de fundos e sobre as taxas de juros condicionou fortemente a atuação dos bancos comerciais e, de modo geral, influenciou negativamente sua lucratividade. Por compeli-rem os bancos comerciais a operarem com crédito preferencial a setores selecionados pelos *policy-makers*, as políticas de empréstimo discricionárias conjugadas à administração das taxas de juros e à garantia de crédito pelo governo funcionaram como antolhos para estas instituições financeiras na medida que não raramente as induziam a negligenciar os critérios de eficiência e rentabilidade, independentemente de se os recursos para o *funding* dessas operações derivassem de repasses governamentais, empréstimos e redescontos do Banco da Coréia ou da captação de depósitos (Ito, pp. 453-474).

De um lado, a rentabilidade dos *empréstimos gerais*<sup>46</sup> não se mostrava atraente porquanto a imposição governamental de tetos em suas taxas de juros e nas dos depósitos a prazo e de poupança<sup>47</sup> constrangia os bancos comerciais a operarem com *spreads* reduzidos: de setembro de 1965 a junho de 1982 os diferenciais entre as taxas de juros regulamentadas dos empréstimos gerais e a dos depósitos à prazo e de poupança mantiveram-se em níveis insignificantes ou negativos, sendo na média 0,4%.

De outro lado, as operações de crédito preferencial dos DMBs, escoradas pelo governo através de redescontos preferenciais, garantias, subsídios, etc., apresentavam-se seguras e lucrativas. A recorrência com que, desde os anos 60, as taxas de juros cobradas pelos bancos comerciais nesta modalidade de crédito (financiamento das exportações, desconto de *commercial bills*, etc.) superaram as taxas preferenciais de redesconto do Banco da Coréia e o caráter nitidamente punitivo dos redescontos para os empréstimos gerais (ver tabela 28) induziram os bancos a concentrarem seus empréstimos nas linhas preferenciais, cujo montante em geral não era restringido por tetos estipulados pelo governo, a despeito da demanda elevada gerada em momentos de

45. Às empresas que saldassem 20% de suas dívidas de curto prazo junto aos bancos era concedida a rolagem automática da parcela remanescente. A disparidade entre a parcela de empréstimos concedidos pelos DMBs para equipamentos e a de empréstimos de médio e longo prazo fornece uma indicação desse procedimento: a primeira supera de 7 a 12 pontos percentuais a segunda (Virmani, pp. 48-50).

46. Esta modalidade de empréstimo foi responsável, na média, por 35% das operações ativas dos bancos comerciais entre 1972 e 1981.

taxas de juros reduzidas (Ito, pp. 473-4). É este o contexto em que se inscreve o engajamento crescente dos bancos comerciais neste tipo de operações. Graças aos redescontos subsidiados dos *policy loans* e às lucrativas e volumosas operações cambiais, as taxas de retorno sobre os ativos dos *city banks* foram levemente positivas no auge do período de políticas financeiras repressivas -- 0,8% na média entre 1976 e 1980 (Nam, p. 26).<sup>48</sup>

A baixa lucratividade dos empréstimos bancários, relacionada com o severo controle governamental sobre o mercado de crédito bancário, explica também a liderança dos bancos nas operações mais rentáveis de garantia de títulos das grandes empresas. A venda de serviços de garantia, embora arriscada devido à ausência de colateral, mostrava-se atraente aos bancos porque estes, em geral, já dispunham de informações sobre seus clientes, obtidas pelas operações regulares de crédito.

A inflexão de meados dos anos 70 na alocação setorial do crédito industrial repercutiria deleteriamente na lucratividade dos bancos comerciais durante o período recessivo iniciado em 1979. A queda nas receitas das indústrias pesadas e químicas generalizou a inadimplência no pagamento do serviço da dívida contraída na fase expansiva, revelando o risco do descasamento temporal entre as operações passivas (basicamente de curto prazo) e ativas (empréstimos para setores com ciclos de produção e maturação de investimentos longos) destas instituições financeiras. O governo pressionaria os bancos comerciais a socorrer as empresas com dificuldades financeiras pois temia que uma onda de falências pudesse instabilizar toda a economia e comprometer de modo irreparável a reputação e a credibilidade do país no exterior -- com reflexos sobre o prêmio de risco nos empréstimos internacionais (Ito, pp. 460 e 462).<sup>49</sup>

Com o objetivo de evitar que a unificação das taxas de juros de empréstimos (em 10%) e de depósitos (em 8%) deteriorasse ainda mais a situação das instituições financeiras (já oneradas com o socorro financeiro às empresas inadimplentes devido à recessão), o BOK reduz, em junho de 1982, as taxas de juros de redesconto sobre

- 
47. Os depósitos à prazo e de poupança contribuíram em média com 40% do passivo dos bancos comerciais entre 1972 e 1981, constituindo a principal fonte do *funding* desses empréstimos.
48. Baseado na análise de balanços dos bancos comerciais de escala nacional, Ito apresenta algumas indicações da baixa lucratividade das operações de intermediação financeira (operações de captação de depósitos e empréstimos para posterior concessão de empréstimos) relativamente às operações relacionadas com títulos, câmbio, cobrança de encargos e comissões.
49. Diversos analistas sustentam que estas políticas financeiras induziram bancos e empresas a um comportamento do tipo *moral hazard* (World Bank, 1987, v. I, p. 110).

empréstimos e descontos para 5% e, adicionalmente, concede aos bancos comerciais o direito de atuarem em determinadas atividades de maior rentabilidade, como a venda de títulos públicos com cláusula de recompra e de *commercial bills*. A pendência de depósitos de longo prazo com taxas de juros mais elevadas, contudo, tornou inevitável a redução do *spread* de 1,2% em 1981 para 0,8% em 1982. Em 1983, a rentabilidade dos bancos permaneceria insatisfatória em decorrência da decisão governamental de limitar os subsídios creditícios através da diminuição da proporção de redesconto automático do BOK para a maioria das linhas de crédito (exportação, energia, pequenas e médias indústrias, etc.).<sup>50</sup> O impacto desta medida seria pouco amortecido pelas medidas compensatórias subseqüentes, como o aumento retroativo das taxas de juros pagas às reservas compulsórias e a elevação nas várias taxas de de serviços cuja cobrança era facultada aos bancos (por exemplo, sobre a garantia de *bonds* de empresas). Além do redesconto preferencial, o BOK buscava compensar a baixa lucratividade das operações de intermediação financeira remunerando *ad hoc* as reservas compulsórias dos bancos comerciais. Para Ito e Virmani, este casuísmo na administração da política monetária reforçaria a indiferença dos bancos à otimização de suas operações e à alocação eficiente do crédito.

As taxas de retorno sobre os ativos dos *city banks* caminhariam em sentido oposto à parcela dos NPL em sua carteira de empréstimos: enquanto esta cresce de meados dos anos 70 até 1986, as primeiras descrevem uma trajetória declinante; a partir de 1987, quando as medidas governamentais e a melhoria no cenário externo logram reduzir a participação dos NPL (parte deles é registrado como perdas) e os grandes bancos são autorizados a operarem em novos negócios e serviços (como posse de *securities, trusts, etc.*), as taxas de retorno se elevam.<sup>51</sup>

### 2.3 As instituições financeiras não-bancárias

O estabelecimento e as operações destas instituições, que reúnem as instituições de desenvolvimento, as instituições de poupança, as companhias de investimento e as companhias de seguro de vida, são regidos por diversas leis especiais. Excluindo-se as instituições financeiras de desenvolvimento (IFDs), as demais surgiram majoritariamente nos anos 70 em razão do propósito governamental de transferir para o

50. O *spread* entre taxas de empréstimo e depósitos praticamente se anula neste ano, caindo para 0,2%.

51. Enquanto o lucro líquido em relação aos ativos totais cai de 0,80% entre 1976 e 1980 para 0,34% entre 1981 e 1983 e para 0,20% entre 1984 e 1986, a participação dos NPL eleva-se nestes mesmos períodos de 2,4% para 7,6% e para 10,5%. Esta participação se contrai a partir de 1987 (em 1989 atingiu 5,9%) enquanto a taxa de retorno mais que triplica nestes três anos (Nam, 1991).

setor financeiro regulamentado as operações de curto prazo realizadas no mercado financeiro informal.<sup>52</sup> Para isto, o governo concedeu tratamento preferencial a estas instituições através de uma regulamentação cujo grau se situava numa posição intermediária na escala em que o sistema bancário e o *curb market* eram os dois extremos. Graças em grande parte à maior autonomia na gestão de sua carteira de ativos e em sua administração interna e aos níveis mais elevados permitidos para as taxas de juros de suas operações *vis-à-vis* os DMBs,<sup>53</sup> as IFNBs expandiram fortemente sua participação no montante total dos empréstimos e depósitos do conjunto dos intermediários financeiros (ver tabelas 24, 25 e 32).<sup>54</sup> Alguns intérpretes associam também o crescimento rápido destas instituições aos vínculos estreitos que mantêm com os grandes grupos econômicos, seja através do suprimento de crédito e da captação de recursos ociosos, seja através de relações patrimoniais (World Bank, v. I, p. 87; Cole & Park). Isto porque, operando com custos menores de intermediação devido à concentração de suas operações de depósito e crédito em clientes de grande porte, as IFNBs apresentariam lucratividade superior em relação aos bancos.

### 2.3.1 As instituições financeiras de desenvolvimento

Os intermediários financeiros não-bancários classificados como instituições de desenvolvimento foram constituídos com o objetivo de prover recursos financeiros de longo prazo para o crescimento econômico e o desenvolvimento industrial. Distinguem-se dos DMBs, ainda, pelo lado de suas operações passivas: impedidos de captar depósitos junto ao público (salvo de seus mutuários), levantam recursos através de empréstimos junto ao governo, a bancos estrangeiros e a organismos financeiros internacionais e mediante emissão de debêntures. Por suas operações de empréstimos serem altamente regulamentadas, as IFDs apresentaram as menores taxas de expansão entre as instituições financeiras durante os anos 70 e 80 (inferiores inclusive às dos DMBs), o que resultou na contração de sua parcela no mercado (tabelas 25 e 33).

---

52. Através de três leis especiais, o governo autoriza em 1972 a formação das companhias de investimento e financiamento, das companhias de poupança e financiamento mútuo e das cooperativas de crédito.

53. Em 1983, por exemplo, as companhias de financiamento de curto prazo remuneravam os depósitos com taxa de juros de 13,5%, enquanto os bancos pagavam 10% para depósitos de prazos equivalentes (Greenwood).

54. Enquanto as taxas anuais médias de crescimento de seus depósitos e de seus empréstimos entre 1976 e 1989 foram de, respectivamente, 39,6% e 32,3%, as dos DMBs ficaram em 23,1% e 24,7%. Com isto, a parcela das IFNBs no montante total de depósitos elevou-se de 25,3% em 1976 para 63,4% em 1989 e no de empréstimos de 31,8% para 50,1%. Vale registrar que as instituições financeiras de desenvolvimento (mais submissas às políticas desenvolvimentistas de alocação de crédito e de juros) apresentaram a menor taxa de expansão de depósitos no conjunto das instituições financeiras e a menor taxa de expansão de empréstimos entre as IFNBs – sua participação no total de depósitos declina de 16,6% para 9,0% e no total de empréstimos de 0,8% para 0,6% entre 1976 e 1989.

Tabela 32  
TAXAS DE JUROS DE EMPRÉSTIMOS SELECIONADAS (1980 a 1985)

	1980	1981	1982	1983	unidade: % ao ano	
					1984	1985
<b>Bancos Comerciais</b>						
Descontos de bills	19.5	16.5	10.0	10.0	10.0-11.5	10.0-11.5
Empréstimos para exportação	12.0	12.0	10.0	10.0	10.0	10.0
Overdrafts	21.5	16.5	10.0	10.0	10.0-11.5	10.0-11.5
Empréstimos baseados em depósitos de poupança	17.5	15.5	10.0	10.0-11.5	10.0-11.5	10.0-11.5
Empréstimos a prazo						
Até 1 ano	19.5-20.0	16.5-17.0	10.0	10.0	10.0-11.5	10.0-11.5
De 3 a 8 anos	20.5	17.5	10.0	10.0	10.0-11.5	10.0-11.5
De 8 a 10 anos	21.5	18.5	10.0	10.0	10.0-11.5	10.0-11.5
<b>Outras instituições financeiras</b>						
Korea Development Bank						
Equipamentos para indústrias prioritárias	18.5	16.5-18.5	10.0	10.0	10.0-11.5	10.0-11.5
Fundos de uso governamental	13.0	13.0	10.0	10.0	10.0	10.0
Fundos de uso externo	7.5-10.75	7.5-10.75	7.5-10.75	10.0	7.5-10.75	7.5-10.75
Banco de Habitação da Coreia						
Privado	10.8	18.5	10.0	10.0	10.0	10.0
Público	8.0	8.0	8.0	10.0	8.0	8.0
Cias. de Poupança e Financiamento Mútuo		29.4	20.0	20.0	18.5	18.0
Cooperativas de Crédito Mútuo	23.5	21.5	13.0	13.0	13.5	14.5
Cooperativas Agrícolas (1)	15.0	15.0	10.0	10.0	10.0	10.0
Fundo Nacional de Investimento	18.5-19.5	16.5-17.5	10.0	10.0	10.0-11.5	10.0-11.5
Fundo Nacional de Habitação	15.0-18.0	15.0-18.0	10.0	10.0	10.0	10.0
Taxa do Curb Market	45.0	35.3	30.6	25.8	24.7	

Notas: 1) Aplica-se também a empréstimos para pesca.

Fonte: World Bank (1987, v. 1, p. 84).

Tabela 33  
CRÉDITO DOMÉSTICO (% em relação ao PNB)

	DMBs (A)	Instituições Financeiras de Desenvolvimento (B)	(A)+(B)
1962-66	12.7	2.2	14.9
1967-71	28.5	3.1	31.6
1972-76	38.4	0.5	38.9
1977-81	43.0	3.2	46.2

Fonte: Hong (1987, p. 299).

Em 1990 existiam três IFDs:<sup>55</sup> o Banco de Desenvolvimento da Coréia (KDB), o Banco de Exportação e Importação da Coréia (BEIC) e o Banco de Crédito de Longo Prazo da Coréia (BCLPC). O KDB sempre deteve a liderança nos empréstimos e nos depósitos das IFDs, com o BCLPC ocupando a segunda posição desde que foi criado.<sup>56</sup>

Instituído por legislação específica em 1954 no bojo dos esforços de reconstrução industrial e de estabilização da economia, o KDB tinha como finalidade o provimento de crédito de longo prazo aos projetos industriais e de infra-estrutura.<sup>57</sup> Desde então, tem exercido um papel fundamental no financiamento dos investimentos, não obstante sua participação relativa ter declinado fortemente *vis-à-vis* os anos 50 em função da criação de novos bancos especializados e de fundos especiais (tabela 13).<sup>58</sup>

Passada a fase de reconstrução da economia e com a adoção pelo governo militar dos PQDEs, passa a prevalecer nas operações do KDB o financiamento de projetos de desenvolvimento econômico, em particular de empreendimentos relacionados à promoção do *upgrading* da estrutura industrial. Este banco engaja-se no apoio financeiro aos investimentos nas indústrias de exportação e, de modo mais intenso nos anos 70, nas HCI -- notadamente nas indústrias de aço, máquinas, navios, petroquímica e eletrônica. Com a crise econômica a partir de 1979, o KDB dá ênfase nos empréstimos às atividades que se enquadram nos esforços do governo de promover o ajuste estrutural e a estabilização da economia, como o desenvolvimento de indústrias poupadoras de energia e a sustentação de indústrias enfrentando depressão cíclica -- a exemplo da indústria naval (Bank of Korea, 1990a, p. 56). A primazia conferida à tecnologia nos PQDEs dos anos 80 refletir-se-ia sobre a alocação dos empréstimos do banco, cujo foco se desloca para as indústrias com tecnologia de ponta e para as atividades de P&D em novas tecnologias. Ademais, com o superávit em conta corrente

- 
55. Entre 1975 e 1979 existiu o Banco Fundiário da Coréia (*Land Bank of Korea*) criado com o objetivo de comercializar terras e financiar a compra de terras para fins industriais. Este banco foi instituído para enfrentar o crônico problema da posse especulativa de terras pelo setor empresarial como *hedge* contra a inflação. O banco, concebido para ter uma duração efêmera, tinha como tarefa promover a utilização produtiva destas terras (Cole & Park, p. 73).
56. No que se refere aos empréstimos das instituições de desenvolvimento em junho de 1990, a contribuição do KDB foi de 70%, a do BCLPC de 17%, e a do BEIC de 13%. Quanto à composição dos ativos, a participação foi de, respectivamente, 73%, 17% e 10%.
57. O KDB só adquire o *status* legal de instituição financeira de desenvolvimento em 1973. Antes disso, era tratado como um banco especializado.
58. Nos anos 50 o KDB preponderou na concessão de crédito de longo prazo, concentrando suas operações na recuperação do aparato industrial.

a partir de 1986, o KDB ampliaria seu menu de serviços para atender as necessidades dos investidores coreanos no exterior.

As principais áreas de operações do banco situam-se na concessão de empréstimos com prazo maior de um ano, investimentos em corporações através da subscrição de ações e *bonds*, negócios de *venture capital* (como a constituição em 1984 da Corporação de Financiamento da Tecnologia da Coréia), garantias de pagamento dos empréstimos para projetos industriais e, mais recentemente, a subscrição de títulos públicos e governamentais.<sup>59</sup> Além da contribuição expressiva, embora em declínio, no montante total de crédito concedido pelas instituições financeiras,<sup>60</sup> o KDB destaca-se como a principal fonte do crédito bancário de longo prazo.<sup>61</sup>

Do lado das contas do passivo, pode-se identificar três fases: a de constituição do banco, que dura até o início dos anos 60, em que o KDB dependeu fortemente dos aportes de capital e dos empréstimos do governo; a segunda, até meados da década de 80, quando encabeçavam o *ranking* das fontes de *funding* os empréstimos de instituições financeiras internacionais, os empréstimos do FNI e a emissão de Debêntures do Financiamento Industrial no exterior; e a terceira, a partir de 1987, em que as fontes domésticas passam a predominar (como a ampliação de capital e da emissão daquela modalidade de debêntures no mercado doméstico).<sup>62</sup>

Criado em 1969 com o objetivo de conceder financiamento de médio e longo prazo à exportação, à importação e ao investimento coreano no exterior, o Banco de Exportação e Importação da Coréia seria operado até 1976 pelo KEB, quando se transforma numa instituição independente. A partir de então enceta uma trajetória de crescimento contínuo dos negócios que só seria interrompida em 1986, com a redução

---

59. Em junho de 1990, os empréstimos e as *securities* participavam com, respectivamente, 66% e 14% dos ativos do banco -- que totalizavam US\$ 25 bilhões (no final de 1992, o valor dos ativos atingiria US\$ 34,54 bilhões).

60. De 14% em 1980, a participação do KDB nos empréstimos totais das instituições financeiras declina para 8% em 1988. Em 1992 seus empréstimos perfizeram cerca de 17,9% do total de empréstimos concedidos pelos DMBs, o que equivalia a 8,0% do PNB.

61. Em junho de 1990, o montante de empréstimos destinados a investimentos em instalações e equipamentos concedido pelo KDB equivaleu a 59% do valor dos empréstimos dos DMBs para esta finalidade e 92% do total dos empréstimos do banco.

62. Mais recentemente (1991/92), seu passivo compunha-se principalmente de recursos provenientes da emissão de *bonds* para o financiamento industrial (média de 37%), depósitos do BOK (*deposits entrusted from BOK*, 20%), empréstimos do governo, de fundos especiais (FNI) e de fundos de empréstimo de capital estrangeiro (recursos do BIRD, KFW e ADB), sendo que a captação de depósitos junto ao público responde por uma parcela insignificante (4%). Além de depósitos a prazo e de poupança, o KDB está autorizado a receber depósitos à vista apenas de clientes a quem concedeu empréstimos (KDB, 1992).

dos empréstimos à indústria naval e o repagamento antecipado dos empréstimos em moeda estrangeira.

As operações ativas do BEIC têm se concentrado na concessão de empréstimos: crédito de médio e longo prazo para a exportação de produtos das HCI (notadamente máquinas, plantas industriais e navios), empréstimos para compradores estrangeiros (governos, bancos e corporações) de serviços técnicos e de bens de capital, e crédito para investimentos e para projetos de desenvolvimento de recursos naturais no exterior.<sup>63</sup> O banco provê também seguro às exportações para empresas e instituições financeiras domésticas.

Quanto ao *funding* de suas operações, predominam o capital subscrito pelo governo, BOK e KEB, os empréstimos de bancos domésticos e do FNI, a emissão de Debêntures de Financiamento às Exportações e Importações e a venda de notas promissórias nos mercados financeiros internacionais. Em junho de 1990, o capital subscrito perfazia 24% dos recursos do banco, enquanto a contribuição dos empréstimos dos bancos domésticos, do FNI, a emissão de debêntures e a venda de notas promissórias era de, respectivamente, 22%, 13%, 13%, e 8%.

O Banco de Crédito de Longo Prazo da Coréia (BCLPC) foi instituído em 1980 a partir da reestruturação da Corporação de Financiamento do Desenvolvimento da Coréia (CFDC) que, com o apoio do Banco Mundial, havia sido estabelecida em 1967 como uma entidade privada voltada para a promoção de empresas industriais privadas através do aporte de capitais e do suprimento de financiamento de médio e longo prazo, além de serviços de consultoria técnica e administrativa (Cole & Park, p. 73). As operações ativas da CFDC limitavam-se praticamente ao financiamento a longo prazo em moeda estrangeira e a investimentos em ações. O ambiente de incentivo ao desenvolvimento dos mercados de capitais, criado pelas autoridades econômicas através de um conjunto de medidas legais adotadas entre o final dos anos sessenta e meados da década seguinte, favoreceu o crescimento das operações de patrocínio e *underwriting* de ações e debêntures da CFDC, ampliando a importância destas operações em relação às demais atividades. Por sua vez, a escassez de moeda estrangeira para o setor industrial assegurou um papel fundamental à CFDC no suprimento de crédito de longo prazo em moeda estrangeira às empresas privadas de médio e grande porte alijadas dos fundos

---

63. A contribuição de cada uma destas operações no total dos ativos do BEIC era, em junho de 1990, respectivamente de 66%, 17% (13% referentes a serviços técnicos e 4% a mercadorias), 10% e 2%. Os empréstimos responderam por 94% dos ativos.

governamentais.<sup>64</sup> Além das operações de empréstimos e de participação acionária, a CFDC promoveu o aprofundamento e a inovação institucional, gerando fortes efeitos multiplicadores: contribuiu para a criação de uma companhia de arrendamento voltada para o atendimento de empresas menores, de uma empresa de assistência a firmas que recorressem a tecnologias desenvolvidas por outras firmas financiadas pela CFDC, e de uma instituição de crédito de curto prazo (em 1973), além de ter auxiliado os bancos provinciais a ampliarem suas fontes de recursos.

A conversão da CFDC no BCLPC tem raízes no declínio da demanda por empréstimos de longo prazo em moeda estrangeira em relação aos empréstimos em moeda doméstica que ocorre a partir da metade dos anos setenta -- deslocamento este provocado em grande parte pelo próprio avanço da indústria de bens de capital coreana (e, portanto, pelo sucesso da substituição de importações neste setor). Em função das restrições estatutárias que impediam a CFDC de levantar recursos em moeda nacional (a não ser pela oferta pública de ações para ampliação capital), a adequação às novas necessidades de financiamento das empresas exigiu a transformação desta entidade em um banco de crédito de longo prazo, o BCLPC, autorizado a emitir passivo de longo prazo em moeda nacional e a receber depósitos de quem era credor. Na composição do *funding* deste banco tem predominado as Debêntures para o Crédito de Longo Prazo emitidas no mercado doméstico, os empréstimos de instituições financeiras domésticas e internacionais e os depósitos em moeda estrangeira.<sup>65</sup> Alterou-se também a composição dos recursos em moeda estrangeira: as fontes oficiais, que predominaram durante a existência da CFDC, perderam participação.<sup>66</sup> As operações ativas do BCLPC assemelham-se às da CFDC: empréstimos e descontos de médio e de longo prazo para o financiamento do capital de giro e da aquisição de equipamento; subscrição de emissões de *securities* e participação no capital das empresas privadas; e

---

64. Em função da baixa taxa de poupança doméstica, o crédito de longo prazo em moeda estrangeira destinada às empresas domésticas apresentou neste período uma importância crítica para sustentar níveis elevados de crescimento econômico -- entre 1968 e 1977, a economia cresce a uma taxa média de 10% ao ano, o setor industrial exportador 18%, e os investimentos em capital deste setor a 12% (Landell-Mills, p. 45).

65. Em junho de 1990, estas fontes contribuíam no montante total de recursos disponíveis pelo banco com, respectivamente, 42%, 12%, 7%, e 13%.

66. Dos US\$ 561 milhões captados em moeda estrangeira pela CFDC entre 1969 e 1979, 79% provinham de fontes oficiais. O Banco Mundial concedeu cinco empréstimos nos anos 70: de início destinavam-se a fortalecer institucionalmente a CFDC e posteriormente ao financiamento de empresas exportadoras, ao apoio de empresas agroindustriais de pequeno porte instaladas nas regiões mais carentes, e à reestruturação do sistema financeiro. A maior parte dos recursos do BIRD repassados pela CFDC foi aplicada na ampliação e modernização de plantas industriais já instaladas. Na alocação setorial destes recursos, a mão do governo estaria presente: além da indústria têxtil de exportação, os empréstimos concentraram-se nas indústrias de máquinas e transporte -- *targets* da política industrial (Landell-Mills).

crédito de curto prazo.<sup>67</sup> O banco provê também garantias no crédito de longo prazo para as empresas.

Na avaliação de um técnico do FMI (Landell-Mills, 1985), a CFDC constitui um exemplo de eficiência para as instituições financeiras de desenvolvimento. Segundo sua análise, a razão do excelente desempenho desta corporação nos anos 70 (expresso no crescimento constante no volume de operações, no baixo índice de inadimplência e em sua elevada rentabilidade) encontra-se na qualificação e baixa rotatividade do *staff* (que implicou uma administração eficiente e inovadora tanto na mobilização de recursos como na sua aplicação através de uma criteriosa avaliação dos projetos a serem financiados) e na capacidade de adaptação às mudanças de necessidades de sua clientela e do ambiente econômico.<sup>68</sup> Esta flexibilidade institucional facilitou o ajustamento de uma estrutura operacional especializada no suprimento de divisas estrangeiras ao setor industrial durante o período em que estas eram escassas para uma estrutura de captação e de aplicação mais diversificada à medida que se ampliava a demanda por crédito de longo prazo em won.

### 2.3.2 As instituições de poupança

As instituições de poupança reúnem as companhias de poupança e financiamento mútuo (CPFMs), as *trust accounts* das instituições bancárias, as associações de crédito cooperativo (as *credit unions*, as associações de crédito mútuo e as *new community finance associations*) e a Poupança Postal.<sup>69</sup> Desde a segunda metade da década de 70, a expansão dos negócios destas instituições tem sido notável (tabelas 24 e 25).

No que se refere aos negócios com *trust*, foram conduzidos com exclusividade pelo Korea Trust Bank entre 1970 e 1983.<sup>70</sup> A partir deste ano, o governo, com o objetivo de compensar a perda de mercado para as IFNBs, autorizaria progressivamente

- 
67. Em junho de 1990, os empréstimos foram responsáveis por 68% dos ativos do banco (42,4% para equipamentos, 19,4% para capital de giro de longo prazo e 6,4% para capital de giro de curto prazo), enquanto as *securities* contribuíram com 26%.
68. A eficiência da CFDC pode ser aferida pela redução do coeficiente despesas operacionais/ativo de 2,4% em 1971 para 0,9% em 1979 (Landell-Mills, p. 45). Os efeitos do esmero na gestão das operações da CFDC sobre sua rentabilidade facilitariam a ampliação de capital próprio através do lançamento público de ações (sem levar em conta a desvalorização cambial, estima-se que os dividendos renderam cerca de 17% ao ano na década de 70).
69. A participação de cada uma destas componentes no montante total de ativos das instituições de poupança em junho de 1990 (cerca de US\$ 121 bilhões ou 50% do PNB) era de, respectivamente, 11,4%, 60,2%, 24,5% e 3,8%.
70. Este banco, fundado em 1969 com a atribuição de operar com *trust* e, de modo limitado, com atividades de banco comercial, funde-se em 1976 com o Seoul Bank, resultando na constituição do Bank of Seoul and Trust Company — que, em 1985, passa a se chamar Bank of Seoul. Antes de 1970, os bancos comerciais de atuação nacional e um banco local tinham licença para atuar nos negócios com *trust*.

os DMBs domésticos, os bancos de desenvolvimento (exceto o BEIC) e parte das agências dos bancos estrangeiros a atuarem nesta área. Em junho de 1990, os ativos das contas de *trust* dos bancos somavam US\$ 72 bilhões -- cerca de 30% do PNB. Nas operações com *money in trust*, preponderam aquelas em que os *trusters* não especificam aonde o dinheiro deve ser aplicado -- denominadas *non-specific money in trust*, que se assemelham a um depósito a prazo pois a taxa de dividendo é fixada pelo banco obedecendo ao teto estipulado pelo Ministério das Finanças.<sup>71</sup> Mais recentemente, foram autorizadas modalidades de *trust* cujo dividendo vincula-se ao desempenho das aplicações dos fundos (como *money in trust* para famílias e empresas e *trust* em ações de empresas nacionais). Os *trusts* de investimentos em *securities*, administrados por companhias especializadas e pelas *merchant banking corporations* (aos quais os bancos prestam serviços de custódia), expandiram fortemente suas operações desde que foram criados em 1970, detendo hoje mais de 40% dos negócios com *trust*.<sup>72</sup>

As CPFMs foram criadas em 1972 a partir da consolidação dos *mujins* e dos Fundos Populares, instituições privadas com regulamentação mínima que constituíam até então o principal canal de mobilização de fundos de pequenos poupadores e de concessão de crédito a famílias e pequenas empresas. Durante a década de 70, o volume de depósitos das CPFMs cresceu a taxas elevadas, embora falências e fusões tenham reduzido consideravelmente o número destas companhias.<sup>73</sup> De acordo com Cole & Park (pp. 78-79), a forte expansão nos negócios e a concentração no mercado das CPFMs que ocorrem nesta época relacionam-se ao controle exercido pelos grandes grupos econômicos sobre algumas delas.<sup>74</sup> Nos anos 80, o crescimento se intensifica ainda mais mercê da redução das barreiras para a formação de novas companhias (em 1982) e da autorização (em março de 1988) para captar depósitos a prazo. Desde dezembro de 1988, as taxas de juros sobre os empréstimos de qualquer prazo e as taxas de juros nas operações passivas com maturidade superior a um ano estão desregulamentadas.<sup>75</sup> Entre as atividades desenvolvidas pelas CPFMs, destacam-se: a organização de "kyes" de crédito mútuo (cuja importância vem declinando desde

- 
71. Desde dezembro de 1988, as taxas nas operações com prazo superior a dois anos estão desregulamentadas.
72. Em junho de 1990, os recursos das operações com *trust* provinham do *money in trust* (49%) e *trust* de investimento em *securities* (44%), enquanto a destinação destes recursos concentrava-se em *securities* (78%) e empréstimos (18%).
73. Entre 1972 e 1978, há uma redução de 30 por cento no número das CPFMs, sendo a queda mais abrupta entre 1973 e 1975.
74. Nas palavras destes autores, "alega-se que os grupos econômicos canalizam parte de seus fundos ociosos através das CPFMs de modo a se beneficiarem dos vínculos estreitos destas companhias com os mercados monetários não-regulamentados e de suas taxas de depósitos relativamente mais altas".
75. As taxas dos demais depósitos de poupança obedecem a um teto fixado pelo Ministério das Finanças (assessorado pelo MB).

1982);<sup>76</sup> captação de depósitos a prazo (em junho de 1990, perfaziam 55% do passivo destas companhias) e de poupança parcelada mútua; descontos de *bills*; e pequenos empréstimos sem garantia para os depositantes em poupança parcelada.<sup>77</sup>

As associações de crédito cooperativo (uniões de crédito, entidades de crédito mútuo vinculadas às cooperativas agrícolas, de pesca e de gado, e as associações de financiamento New Community -- Saemaul) distinguem-se dos bancos fundamentalmente por circunscrever suas operações aos associados e oferecer taxas de juros maiores para os depósitos de prazo inferior a dois anos. As taxas de juros para estes depósitos estão sujeitas a tetos estipulados pelo Ministério das Finanças, enquanto as taxas para os depósitos de prazo mais longo e para todos os empréstimos estão desregulamentadas desde dezembro de 1988. Uma outra especificidade destas associações consiste no tratamento tributário preferencial do rendimento referente aos juros de seus depósitos.

Quando surgiram no início dos anos 60, as uniões de crédito (UCs) eram associações de funcionários de empresas ou de membros de outras instituições públicas ou privadas cuja finalidade residia no provimento de empréstimos a custo baixo aos associados. A constituição e gestão das UCs eram livres da regulamentação governamental até 1972, ano em que através da promulgação do Credit Union Act estas organizações tornam-se subordinadas às instruções e supervisão do governo. Esta lei contemplava também as operações de poupança e financiamento mútuo das cooperativas locais que compunham a FNCA e a FNCP (e mais tarde, a FNCG) e das associações de financiamento de aldeias e bairros.<sup>78</sup> Na verdade, as cooperativas locais da FNCA ingressaram nos negócios com poupança e financiamento mútuo em 1969, e as da FNCP quatro anos depois, com recursos provenientes da subscrição de capital e da captação de depósitos.<sup>79</sup>

As associações de financiamento da nova comunidade constituem uma modalidade de cooperativa de crédito cujos membros residem numa área rural ou urbana comum. Concebidas com o intuito de apoiar o Movimento Saemaul (Movimento

76. *Kye* é um tipo tradicional de associação de poupança e empréstimo com um número fixo de membros e seqüência de recebimento do dinheiro determinada por sorteio.

77. Os empréstimos concedidos aos depositantes em poupança parcelada mútua representavam 48% dos ativos destas companhias em junho de 1990 (que totalizavam US\$ 13,8 bilhões).

78. As atividades de crédito da FNCA, FNCP e FNCG e de suas cooperativas regionais estão no âmbito de seus respectivos bancos especializados.

79. Excluídos os 10% dos depósitos que são transferidos às respectivas federações, a parcela remanescente é emprestada aos associados ou redepositada em bancos.

da Nova Comunidade) patrocinado pelos governos locais, estas associações estavam sob o controle do Credit Union Act até dezembro de 1982, quando uma lei específica é promulgada para regulamentá-las. Em dezembro de 1989, o New Community Finance Association Act sofreria revisões de caráter liberalizante.

O sistema de Poupança Postal foi instituído com o objetivo de facilitar o acesso da população residente longe dos centros urbanos aos serviços financeiros. O passivo em depósitos é isento de reservas compulsórias, sendo sua cobertura garantida pelo governo. Suas atividades são regulamentadas pelo Ministério das Comunicações e em geral os depósitos apresentam uma remuneração mais atraente em comparação com depósitos bancários do mesmo tipo. Importante nos anos 60, este sistema perde importância na década seguinte, sendo suprimido em 1977. Seis anos depois é reconstituído através do Ato de Poupança e Seguro Postal.<sup>80</sup>

### 2.3.3 As companhias de investimento

As companhias de investimento incluem as *merchant banks corporations* (MBCs) e as companhias de investimento e financiamento (CIFs) -- instituições que em 1989 contribuíram com, respectivamente, 1,6% e 5,0% dos ativos de todas as instituições financeiras. A expansão das companhias de investimento tem se dado a ritmo acelerado desde que surgiram (entre 1976 e 1989, seus empréstimos e depósitos crescem a uma taxa anual média de 30% e 39%).<sup>81</sup>

As companhias de investimento e financiamento foram autorizadas a funcionar em 1972 através do Ato das Operações de Financiamento de Curto Prazo. O propósito do governo era formar um mercado monetário por meio da atração de recursos do mercado financeiro informal, cujos empréstimos haviam sido congelados. Desde então, as CIFs expandiram significativamente seus negócios.<sup>82</sup> Este rápido crescimento associou-se de início à expansão dos negócios com *commercial papers* emitidos por elas próprias ou pelas empresas do setor produtivo, aos quais concedia ademais garantia e

80. Além da captação de depósitos, as agências do Correio vendem títulos públicos e governamentais com compromisso de recompra. Em junho de 1990, a composição de seu passivo era de 42% de depósitos e 44% de obrigações com compromisso de recompra.

81. Neste período, sua participação no total de depósitos captados pelas instituições financeiras salta de 8% para 19%, enquanto a ampliação no *share* dos empréstimos é modesta: passa de 7% para 9%. Seguindo a classificação do BOK, a Corporação de Financiamento de *Securities* da Coreia e as companhias de *trust* de investimentos em *securities* serão focalizadas como instituições financeiras do mercado de *securities*, embora alguns analistas as incluam entre as companhias de investimento.

82. Sua participação no total de ativos das instituições financeiras salta de 4,3% em 1975 para 10,6% em 1982 (Virmani, pp. 29-30 e 77).

aceites.<sup>83</sup> Embora formalmente livres, as taxas de juros destas operações eram de fato controladas pelo Ministério das Finanças. Desde que autorizadas por este ministério, as CIFs podiam se engajar em atividades típicas de bancos de investimento, como a subscrição, venda ou intermediação de *securities*.

Nos anos 80, o governo ampliaria gradativamente o leque de operações destas companhias, autorizando-as a operar com *commercial papers* de maturidade entre três e seis meses (antes de junho de 1981, estes papéis tinham prazo de até 90 dias); com *factoring* internacional e com *commercial papers* emitidos por pequenas e médias empresas e garantidos pelas CIFs (ou pelos bancos, MBCs ou pelo Fundo de Garantia de Crédito da Coréia) a partir de março de 1984; e com Contas de Administração Monetária (CAMs) a partir de abril deste mesmo ano. Estas contas passam a predominar na composição do passivo das CIFs devido a dois fatores: a vinculação de seus rendimentos ao desempenho das aplicações para as quais seus recursos foram canalizados e a imposição de tetos no grau de *leverage*.<sup>84</sup> Quanto aos ativos, a liderança cabe à posse e desconto de *papers*, secundadas pelas aplicações em *securities*.<sup>85</sup>

O surgimento das MBCs em 1976 insere-se no quadro das dificuldades cambiais ensejadas a partir de 1973 pela crise do petróleo. Formadas através da constituição de *joint ventures* com instituições financeiras estrangeiras cujas participações acionárias não excediam 50%, as MBCs tinham como incumbência alavancar empréstimos externos. Estas corporações atuam numa faixa ampla de operações (à semelhança dos bancos britânicos privados múltiplos), sobressaindo-se a corretagem de capitais externos; investimento no exterior; financiamento internacional para empresas; concessão de empréstimos em moeda estrangeira com recursos captados no exterior sob sua responsabilidade; empréstimos para capital de giro e equipamentos; compra, venda, desconto, aceite e garantia de *commercial papers* emitidos pelas empresas; subscrição e corretagem de *securities*; *trusts* de investimento em *securities*; *leasing*; serviços de consultoria; e, desde 1984, negócios com as CAMs. Encabeçam a composição do seu passivo, os empréstimos do exterior, a venda de certificados de beneficiários dos *trusts* de investimento em *securities*, e a emissão de debêntures (desde que em montante

83. A expansão *part passu* dos *bills* revendidos pelas instituições de investimento e financiamento com a emissão de *industrial papers* sugere que estas companhias foram as grandes beneficiárias da forte expansão no mercado destes papéis (Virmani, p. 82).

84. A soma entre as emissões dos próprios papéis e a garantia dos papéis emitidos por outras empresas pode ser de no máximo quinze vezes o montante de capital e reservas das CIFs. Em junho de 1990, as CAMs equivaliam a 54% do passivo das CIFs e a emissão de *papers* apenas a 12% (contra mais de 40% cinco anos antes)

inferior a dez vezes a soma do seu capital e reservas).<sup>86</sup> No lado dos ativos, a liderança cabe às operações de *leasing*, *securities*, e empréstimos e descontos de *bills* e de outros papéis -- responsáveis por 42%, 29% e 23% dos ativos das MBCs em junho de 1990.

### 2.3.4 As companhias de seguro de vida

Introduzidos pelos japoneses no início do século, os negócios com seguro tomam impulso no começo dos anos 60 através de um conjunto de medidas adotado pelo governo -- como a promulgação de uma legislação específica, a promoção de fusões e do aumento de capital das companhias, e a criação de uma instituição de resseguros. A permissão para deduzir dos impostos os prêmios das apólices concedida em dezembro de 1976 e o plano de modernização e racionalização da indústria de seguros do ano seguinte aceleram a expansão destas atividades. A fixação das taxas dos prêmios pelo governo, ao impedir que a competição entre as seguradoras se processasse via preços, estimulava o crescimento no volume de operações. Uma vez desenvolvido, o mercado de seguros de vida seria exposto a um ambiente mais competitivo nos anos 80: em 1983 o Correio recebe autorização para reingressar nestas atividades, em 1987 são reduzidas as barreiras à entrada, e em dezembro de 1988 confere-se um caráter mais liberal à legislação que regulamentava esta indústria, medida que seria acompanhada, porém, pela criação de um órgão com poderes de supervisão.<sup>87</sup> Como consequência, as companhias de seguro de vida (CSVs) ampliam sua participação nos mercados financeiros.<sup>88</sup> Na composição de seus ativos, a primazia cabe aos empréstimos, com as *securities* e as propriedades imobiliárias ocupando uma posição secundária.<sup>89</sup>

---

85. As contribuições destes dois ativos foram de, respectivamente, 65% e 17% em junho de 1990.

86. As contribuições destas contas no passivo das MBCs em junho de 1990 eram de, respectivamente, 49%, 20%, 13%. Diferentemente do que ocorreu nos anos 70, a emissão de *commercial papers* apresenta uma participação inexpressiva.

87. Até 1986 existiam 6 companhias de seguros de vida e o Seguro de Vida Postal. Desde então, este número foi engrossado por mais 22 companhias (5 das quais *joint ventures* com seguradoras estrangeiras), além da abertura de 5 representações de companhias estrangeiras. Todavia, os contratos de seguros de vida permaneceram concentrados nas 6 CSVs mais antigas. Em 1990, as taxas dos prêmios das CSVs, antes de serem submetidas à avaliação do Ministério das Finanças, passavam pelo crivo do Instituto de Desenvolvimento de Seguros da Coreia (fundado em 1989 com o propósito de aperfeiçoar o funcionamento desta indústria e preservar os interesses dos clientes), que era composto por CSVs e CSNVs. Os prêmios do Seguro de Vida Postal, por sua vez, são determinados pelo Ministério das Comunicações após consultas ao Ministério das Finanças.

88. Entre 1976 e 1989, os prêmios das apólices e o montante de empréstimos das CSV crescem a uma taxa anual média de, respectivamente, 44% e 55%. Suas participações no montante total de empréstimos e no de depósitos das instituições financeiras, que eram de 0,8% e 3,9% em 1976, em 1989 atingem 10,0% e 15,2%. Como porcentagem do PNB, os depósitos das CSV evoluíram de 2,5% em 1980, para 9,2% em 1985 e 17,9% em 1991.

89. A tendência de *share* desde 1980 é declinante para os empréstimos e aplicações em imóveis (60% e 11% naquele ano contra 52% e 7% em junho de 1990) e ascendente para as *securities* (19% e 27%). Dentre as *securities*, predominam

## 2.4 As instituições do mercado de *securities*

As principais instituições que compõem o mercado de *securities* são: a Bolsa de Valores, a *Securities and Exchange Commission* (SEC) e seu órgão executivo, o Comitê de Supervisão de *Securities* (CSS), as companhias de *securities*, a *Korea Securities Finance Corporation* (CFSC), e as *Securities Investment Trust Companies* (CTIS). Criada em 1956 por instituições financeiras privadas e transformada em instituição governamental em 1963, a Bolsa de Valores da Coréia converte-se em 1988 em uma organização privada composta pelas 25 companhias de *securities*. Todavia, o Ministro das Finanças detém a palavra final sobre as normas e regulamentações formuladas pelos diretores da bolsa e influi na nomeação pelo Presidente da República do diretor executivo da entidade. A SEC e a CSS encarregam-se da regulamentação e supervisão deste mercado.

As companhias de *securities* atuam na subscrição, intermediação, corretagem e administração de *securities*, operando com carteira própria e de clientes, e dependendo do porte, podem conceder garantias aos *corporate bonds*. Os ativos destas companhias somavam quase US\$ 26 bilhões em junho de 1990. A CFSC, constituída em 1955, é a única instituição especializada no financiamento de *securities*, engajando-se notadamente nos empréstimos para subscrição ou compra de ações a indivíduos ou companhias de *securities*. Além disto, negocia títulos com compromisso de recompra, desconta *commercial papers* e administra ações que lhe são confiadas por associações de empregados. Suas principais fontes de recursos consistem de depósitos das companhias de *securities*, emissão de *papers* e empréstimos de instituições financeiras.<sup>90</sup> As CTIS, autorizadas a funcionar em 1970, são administradoras que levantam fundos através da venda de certificados de beneficiário e os aplicam predominantemente em *securities* (estas equivaliam a 90% de seus ativos de quase US\$ 40 bilhões em junho de 1990).

## 2.5 Outras instituições participantes do sistema financeiro

O sistema financeiro coreano contempla também outras instituições que não se enquadram nas categorias anteriormente assinaladas, como o Fundo Nacional de Investimento (FNI), as companhias de capital de risco, os fundos de garantia de crédito, o Fundo Nacional de Habitação, as companhias de *leasing*, as companhias de

---

os títulos públicos e governamentais e as ações (Kim, 1988). Em junho de 1990, os ativos das CSVs totalizavam US\$ 33,3 bilhões — cerca de 15% do PNB.

seguro não de vida e a Corporação de Seguro de Depósitos Não-Bancários da Coréia. Serão focalizadas as três primeiras devido à maior afinidade com a questão do desenvolvimento industrial.<sup>91</sup>

### 2.5.1 O Fundo Nacional de Investimento

O FNI, instituído em 1974, revelou-se um importante instrumento de crédito direcionado. Foi concebido com o propósito de mobilizar recursos para o financiamento de projetos específicos nas indústrias priorizadas pelo 3<sup>o</sup> plano quinquenal, sobretudo nas HCI, porquanto as autoridades econômicas acreditavam que o *funding* dos investimentos previstos excedia a disponibilidade de crédito dos DMBs e do KDB. Embora a atribuição formal de elaborar o plano anual de captação e aplicação de recurso do FNI pertencesse ao Ministério das Finanças, a gestão operacional deste instrumento de política de empréstimo forçado foi entregue ao BOK (Cole & Park, p. 77).

Destacavam-se entre as fontes do FNI, a venda de títulos emitidos em seu nome; as transferências (ou depósitos) de várias contas orçamentárias governamentais; e os depósitos compulsórios dos DMBs (apenas os bancos comerciais estrangeiros e as cooperativas de pesca estavam isentos desta contribuição forçada), das IFNBs, dos membros da Assembléia Nacional de Poupança, de diversos fundos públicos geridos pelos governos central e locais e por outras instituições públicas (por exemplo, os fundos de pensão de empresas estatais), das companhias de seguro não-de-vida (a partir de 1983, também as companhias de seguro de vida) e das entidades que operavam com

---

90. O montante de seus ativos era da ordem de US\$ 4,6 bilhões.

91. O Fundo Nacional de Habitação foi constituído pelo governo em 1981 para dar sustentação financeira a um plano habitacional. Sua gestão foi confiada ao BHC, embora formalmente a direção fosse de responsabilidade do Ministério da Construção. As principais fontes de recursos provêm da captação de depósitos parcelados especiais (que credenciam os depositantes à aquisição futura de casas financiadas pelo fundo) e da emissão de títulos. Sua carteira de empréstimos em junho de 1990 somava US\$ 1,64 bilhões. As companhias de *leasing* foram autorizadas a funcionar em 1973 para atender principalmente as necessidades de financiamento de equipamento, máquinas e plantas das pequenas e médias empresas. Estas companhias fornecem, ainda, serviços de garantia para contratos internacionais de *leasing*. Das 20 companhias de *leasing* existentes em 1990, 15 eram companhias de *leasing* locais, obrigadas estatutariamente a alocar mais de 50% de suas operações para empresas regionais com sede fora da capital. Estas companhias de *leasing* locais foram constituídas, em geral, com capital de instituições financeiras, sendo algumas resultantes de associações com investidores estrangeiros. Seus passivos compõem-se principalmente de empréstimos de instituições financeiras domésticas e estrangeiras e de emissões de debêntures. As companhias de seguro não-de-vida iniciaram sua expansão nos anos 60 e em junho de 1990 seus ativos somavam US\$ 5,3 bilhões, 40% dos quais alocados em *securities* e apenas 15% em empréstimos. A Corporação de Seguro de Depósitos Não-Bancários surgiu em 1983 com o escopo de fornecer um sistema de seguro aos depósitos junto às CIFs, MBCs e CFPMs – responsáveis pelo *funding* através de contribuições baseadas no montante de depósitos protegidos. O comitê encarregado da gestão do fundo é composto por representantes destas instituições e do governo.

*money in trust*.<sup>92</sup> Sobressaíam-se entre os contribuintes do FNI: os DMB (cuja participação no total de recursos do fundo oscilou entre 1974 e 1978 de 53% a 64%, contraindo-se para 48% em 1981 e para 27% em 1984), os fundos públicos (responsáveis por uma parcela variando de 12% a 18% até 1980, de 5% a 10% entre 1981 e 1983, e 32% em 1984), a associação nacional de poupança (exceto em 1974, participação inferior a 9%), e as companhias de seguro (que até 1982 responderam por não mais de 7%, mas em 1983 e 1984 contribuem com mais de 14%). Cabe ressaltar que o repagamento dos empréstimos expande progressivamente sua contribuição: cerca de 25% em 1980, 41% em 1982 e 72% em 1984 (World Bank, 1987, v. II, p. 110).

As operações ativas do FNI compreendiam o financiamento de investimentos e de capital de giro para o setor industrial e agrícola através de repasses conduzidos pelas instituições bancárias, pelo KDB e pelo BEIC. Os empréstimos concentravam-se no médio e longo prazo<sup>93</sup> e, setorialmente, nas HCI -- que absorveram em média mais de 60% dos recursos aplicados por este fundo entre 1974 e 1984.<sup>94</sup> Não obstante este fundo ter se convertido no instrumento mais explícito e na principal "vitrine" da política de direcionamento compulsório do crédito, seu impacto direto sobre a alocação dos recursos financeiros era limitado -- seus empréstimos sempre foram inferiores a 5% do total do crédito doméstico<sup>95</sup> e sua participação no *funding* dos empréstimos e descontos concedidos pelos DMBs era insignificante (tabela 30).<sup>96</sup> Como ressalta o World Bank (1987, v. I, p. 40), a influência do FNI sobre os empréstimos dos bancos se deu mais pela sinalização que lhes era transmitida acerca das prioridades governamentais (o chamado efeito-anúncio).

- 
92. Entre as contribuições compulsórias, incluíam-se os depósitos junto ao FNI de 15% do incremento mensal no montante dos depósitos a prazo e de poupança dos DMBs (depois este percentual caíria para 7%), de 10% do aumento mensal das operações com *money in trust* não especificadas das contas de *trust* e de 50% do aumento no volume dos prêmios das companhias de seguro não-de-vida.
93. Os empréstimos para equipamentos responderam por algo em torno de 97% a 98% dos empréstimos dos DMBs concedidos com recursos do FNI entre 1985 e 1988 -- sendo a parcela remanescente relativa aos empréstimos para capital de giro (KEB, 1989, p. 59).
94. Neste mesmo período, cerca de 20% dos recursos foram canalizados para as indústrias de energia. Além dessas indústrias, o FNI financiou as fábricas do projeto Saemaul (de modernização do campo) e projetos do setor agrícola voltados para a expansão da produção de alimentos (cuja parcela nas aplicações do FNI ficou em torno de 6%, embora em 1974, 1976 e 1978 superasse os 10%). A partir de 1983, os créditos para exportação realizada através de pagamento diferido tornam-se importantes na carteira de empréstimos do FNI: sua parcela cresce para mais de 20% no biênio 1983/84.
95. Entre 1974 e 1984, a participação média não atingiu 3% (World Bank, v. I, pp. 39-40).
96. Entre 1984 e 1988, os repasses do FNI aos DMBs declinaram de 3,0% para 2,2% do total dos empréstimos e descontos destes bancos (KEB, 1989, p. 59). Em 1989, os empréstimos do FNI equivaliam a menos de 0,7% dos empréstimos dos DMBs.

Até junho de 1982 as taxas de juros de empréstimos do FNI eram diferenciadas por setor e por prazo,<sup>97</sup> e situaram-se em níveis inferiores aos fixados para as taxas cobradas pelos DMBs sobre os empréstimos gerais.<sup>98</sup> O *spread* negativo entre as taxas que os bancos podiam cobrar sobre os empréstimos do FNI e as taxas com que este fundo remunerava os depósitos e os títulos era coberto integralmente pelo governo.<sup>99</sup> Entre 1974 e 1979, o fluxo de subsídios governamentais para o FNI não atinge 0,5% do montante total do crédito doméstico, sendo inferior a 0,15% do PNB (Virmani; World Bank, 1987, v. II).

O montante de recursos operados pelo FNI cresce rapidamente do momento de sua constituição até os primeiros anos da década de 80. Com a decisão do governo de ampliar o papel dos mercados no funcionamento da economia, as operações do FNI seriam continuamente esvaziadas ao longo desta década.<sup>100</sup> Em 1989, seus empréstimos perfaziam US\$ 592 milhões (menos de 0,3% do PNB), direcionados preponderantemente para as HCI (76%, dos quais 55% referentes à compra de máquinas nacionais e 8% à construção naval), com a parcela remanescente alocada para as exportações com pagamento deferidos (14%) e para projetos de ampliação da produção alimentar (7%). Neste mesmo ano, a disponibilidade de recursos para empréstimos seria inferior ao resgate dos empréstimos pois o FNI reembolsou parte do passivo aos seus contribuintes (a contribuição líquida das instituições financeiras exceto bancos é negativa).

### 2.5.2 As companhias de capital de risco

As companhias de *venture capital* envolvem duas modalidades: as de suporte financeiro às empresas de tecnologia nova e as de suporte à formação de pequenas e

- 
97. Das linhas de crédito do FNI operadas pelos DMB, as referentes à exportação cobravam as menores taxas. De agosto de 1980 a junho de 1982, as taxas de empréstimo do FNI ao setor de construção naval foram entre 1 e 2 pontos percentuais abaixo das menores taxas pagas pelo setor agrícola. Pelo menos entre 1978 e 1980, as taxas para empréstimos entre 3 e 8 anos foram fixadas um ponto percentual acima das taxas para empréstimos de prazo inferior a 3 anos (Virmani, p. 70).
98. As taxas cobradas pelos DMBs para os empréstimos do FNI chegavam a ser até 20% menos do que as taxas dos empréstimos gerais e quase sempre menos da metade das taxas do *curb market* (Virmani, pp. 69-70).
99. Em 1978, por exemplo, o FNI remunerou seus títulos e depósitos a taxas que se situaram entre 6,0% (para depósitos até 3 meses) e 18,6% (depósitos de prazo acima de um ano e títulos); já o espectro das taxas de empréstimo ia dos 6% cobrados ao crédito à exportação aos 16% pagos pela HCI para empréstimos com prazo de 3 a 8 anos (Cole & Park, pp. 77-8).
100. Os recursos disponíveis do fundo que haviam decuplicado entre 1974 e 1980 (média anual de crescimento de quase 50%) caem drasticamente em 1983 e 1984. Neste último ano, os recursos do FNI caíram para cerca de 66% do nível de 1980 e 61% do de 1982 — o montante do passivo total (títulos e depósitos) declinou no ano 83% (a contração no

médias empresas.<sup>101</sup> As do primeiro tipo caracterizam-se por apoiar financeiramente projetos de desenvolvimento tecnológico (com ênfase nas atividades de pesquisa e desenvolvimento e de produção e comercialização de novos produtos, aperfeiçoamento de produtos já existentes e importação de tecnologia) através da concessão de empréstimos ou da subscrição de ações e *bonds* conversíveis emitidos por empresas novas ou já em operação. A primeira instituição a atuar no provimento de capital de risco às empresas foi a Corporação para o Progresso Tecnológico da Coreia, constituída em 1974 com aportes de capital de um instituto de pesquisa patrocinado pelo governo (o Instituto Avançado de Ciência e Tecnologia da Coreia). Nos anos 80, as atividades de *venture capital* seriam fortemente impulsionadas: em 1981 é criado através de lei específica a Corporação de Desenvolvimento Tecnológico da Coreia; no ano seguinte é organizada a Corporação do Investimento em Desenvolvimento da Coreia, uma *joint venture* com instituições financeiras internacionais (como a Corporação Financeira Internacional e o Banco de Desenvolvimento da Ásia); e em 1984 o KDB funda a Corporação de Financiamento da Tecnologia da Coreia. Estas quatro companhias passam a se subordinar ao Ato de Suporte Financeiro das Empresas de Nova Tecnologia, promulgado em 1986 pelo governo com o objetivo de fortalecer as atividades deste tipo de *venture capital*. Em junho de 1990 os investimentos destas companhias haviam alcançado a cifra de US\$ 600 milhões, em cujo *funding* prevaleciam os recursos próprios, empréstimos de instituições financeiras domésticas e internacionais e emissão de debêntures.

A segunda modalidade de empresas operando no setor de *venture capital*, as companhias de suporte à formação de pequenas e médias empresas, foram instituídas a partir de 1986 através de lei específica para assistir administrativamente (via consultoria) e apoiar financeiramente (via compra de *securities*) estas empresas. Em junho de 1990, eram em número de 52 e já haviam concedido financiamento da ordem de US\$ 330 milhões.<sup>102</sup>

### 2.5.3 Os fundos de garantia de crédito

Em junho de 1990 existiam três fundos de garantia de crédito: o Fundo de Garantia de Crédito da Coreia (FGCC), o Fundo de Garantia de Crédito à Tecnologia

---

passivo junto aos DMBs é menor, 42%) e o de empréstimos reduziu-se em 32%. Mesmo assim, a taxa anual média de crescimento dos recursos operados pelo FNI entre 1974 e 1985 supera os 30%.

101. Exercem também serviços de capital de risco o BIC, o BCLPC e o Fundo de Garantia de Crédito da Coreia.

102. Desde que cumpridos alguns requisitos sobre o montante de capital próprio e tempo de existência, este tipo de companhia pode se converter na outra modalidade.

da Coréia (FGCTC) e o Fundo de Garantia de Crédito ao Financiamento Habitacional (FGCFH).<sup>103</sup> O FGCC foi instituído em 1976 com o propósito de fornecer garantias ao crédito concedido às empresas com insuficiência de colaterais -- serviço provido preponderantemente pelo BIC até agosto de 1972, quando por determinação do Decreto Presidencial de Emergência os demais bancos passam a ser atuantes. Suas principais fontes de *funding* consistem de contribuições do governo e dos bancos. O fundo confere tratamento privilegiado às pequenas e médias empresas: além de pagarem menos pelos serviços de garantia (1,0% ao ano do montante garantido contra 1,5% cobrado às grandes empresas), é-lhes reservada uma participação mínima de 60% das garantias fornecidas pelo FGCC.<sup>104</sup> Incluem-se também entre as atividades do fundo, a participação no capital de pequenas e médias empresas e a assistência técnica e administrativa.

O FGCTC surgiu em 1987 com a finalidade principal de conceder garantias ao crédito destinado ao desenvolvimento de novas tecnologias e à incorporação de melhorias tecnológicas à produção.<sup>105</sup> Afora isto, assemelha-se ao FGCC em suas atividades operacionais e estrutura de *funding*. Por sua vez, o FGCFH, instituído em janeiro de 1988, fornece fiança ao crédito para a compra ou construção de residências. Substituiu um fundo com atribuições semelhantes administrado pelo BHC, cujos recursos lhe foram legados. Além desta fonte de recursos, o FGCFH conta com as contribuições do governo e dos bancos operando com empréstimos habitacionais.

### 3. Os mercados financeiros não-regulamentados

Já foi mencionado o dualismo que permeia o funcionamento dos mercados financeiros coreanos, em que coexistem um segmento regulamentado e outro que escapa aos controles governamentais. É antiga a importância deste último segmento, os chamados *curb markets*, no suprimento das necessidades de fundos de curto prazo das empresas e dos indivíduos. Fomentados pelo excesso de demanda nos mercados regulamentados nos anos 60, estes mercados expandem-se acentuadamente até 1972, quando o governo simultaneamente congelou seus empréstimos (através do Decreto Presidencial de Emergência) e autorizou a formação de novas modalidades de IFNBs

---

103. Nesta data, as garantias de crédito fornecidas por estes três fundos totalizavam, respectivamente, US\$ 6,28 bilhões (79% dos quais para empréstimos), US\$ 0,71 bilhões e US\$ 1,30 bilhões.

104. Em junho de 1990, as pequenas e médias empresas representavam 99% do total de garantias de crédito concedido pelo fundo.

105. Exige-se que no mínimo 60% das garantias reportem-se ao crédito para o desenvolvimento tecnológico.

menos regulamentadas em relação aos bancos, medidas que implicariam a redução de seu tamanho.<sup>106</sup>

Uma vez que os investimentos de longo prazo desfrutavam quase sempre de tratamento creditício preferencial por parte dos bancos, os *curb markets* atendiam basicamente as necessidades de financiamento de curto prazo das empresas (capital de giro). Embora reconheçam as ineficiências geradas pela fragmentação dos mercados informais de crédito e pelas deficiências no acesso a determinados tipos de informação por parte dos agentes que neles operam, muitos analistas enfatizam sua funcionalidade na economia coreana pois, além de proverem os *policy-makers* de informações sobre as condições efetivas da oferta e demanda de crédito, mostram-se eficaz na avaliação de risco dos tomadores e na cobrança dos empréstimos e permite maior agilidade e flexibilidade nos ajustes às taxas de inflação e às necessidades e vicissitudes dos mutuários.<sup>107</sup>

Em geral, a concessão de empréstimos nestes mercados prescinde de colaterais. Os arranjos das operações são diversos, variando desde empréstimos de acionistas ou executivos a empresas às quais se vinculam (os chamados *disguised informal money market loans*),<sup>108</sup> até a mediação de instituições financeiras, que se comprometem junto ao depositante de emprestar o valor de seu depósito a um tomador previamente designado (Nam, p. 4).<sup>109</sup>

No início da década de setenta, o governo tenta atrair fundos do mercado monetário não-organizado incentivando a criação de novas modalidades de IFNBs menos regulamentadas comparativamente aos DMBs. De fato, o avanço do segmento não-bancário do setor financeiro dar-se-ia em grande parte às custas daquele mercado, em razão de ambos operarem em faixas semelhantes de serviços e do diferencial de taxa de juros entre ser inferior *vis-à-vis* o diferencial entre as taxas do *curb market* e as do setor bancário. As CIFs, por exemplo, graças à rapidez e flexibilidade em suas

---

106. Embora seja difícil mensurar o tamanho destes mercados, existem estimativas de que em relação aos empréstimos bancários e do KDB equivaliam a quase 40% em 1964 e em 1965, a 24% em 1972 e a menos de 6% em 1981 (Kwack, 1990a, pp. 97-98).

107. Ver Nam (1991, p. 3) e Virmani (p. 9). Para este último autor, a rudimentar estrutura administrativa e burocrática do mercado financeiro informal torna-o especialmente apropriado para os empréstimos/descontos de curtíssima duração, pois são af liberados mais rapidamente do que nos bancos. Ao contrário dos intérpretes que relacionam este mercado diretamente ao crônico excesso de demanda no mercado financeiro regulamentado, Virmani o considera resultado sobretudo da segmentação provocada pela estrutura inadequada das taxas de juros controladas.

108. Estes empréstimos representavam quase 30% dos empréstimos do setor financeiro informal em 1972.

109. A vantagem deste procedimento para o tomador reside na dedução tributária dos juros pagos à instituição financeira.

operações converteram-se em importante fonte de suprimento de capital de giro das empresas, enquanto as companhias de financiamento de curto prazo, ao ofertarem ativos com juros regulamentados mais elevados, passaram a se apropriar de fundos até então canalizados para o *curb market* (Nam, p. 4). Com a aceleração da inflação ao longo da década de setenta, porém, o alargamento do hiato entre as taxas de juros destas instituições e as do *curb market* impulsionaria novamente este mercado. Como ressaltam Virmani e Cargill (p. 80), a expansão e importância dos *curb markets* refletiam a intensidade do conflito entre mercado e sistema regulamentatório.

Somente nos anos oitenta, com a estabilização macroeconômica -- rebaixando a inflação a patamares de um dígito -- e com a desregulamentação progressiva do sistema financeiro (constituição de um mercado livre de *commercial paper* e diversificação na oferta de ativos financeiros com remuneração atraente), a desintermediação recuaria fortemente. A denúncia de fraudes e manipulação em 1982 contribuiriam também para a contração dos mercados informais. Estima-se que desde de 1986 estes mercados deixaram de ser relevantes tanto no suprimento como na captação de fundos (Cargill, pp. 74-5).

## Capítulo 5

### As interferências governamentais no sistema financeiro

#### 1. Os mercados de empréstimos dos intermediários financeiros

Para implementar sua estratégia de crescimento acelerado e de *upgrading* da estrutura industrial e exportadora, o governo coreano lançou mão, como vimos, de uma constelação de instrumentos de política econômica e de medidas institucionais. Por sua vez, diversos autores assinalam que a alocação seletiva de crédito subsidiado racionado revelou-se o mais utilizado e o mais poderoso instrumento de política industrial, impondo-se como o principal mecanismo de transferência de subsídios.<sup>1</sup> Vejamos como a política de *targeted credit* influenciou na determinação do volume e da composição da produção, do investimento e do comércio externo.

A interferência governamental sobre os fluxos de recursos financeiros foi facilitada pela primazia dos bancos na organização do sistema financeiro. Sendo o crédito bancário a principal fonte de financiamento *externo* para o altamente endividado setor industrial nos anos 70, o controle do governo sobre os bancos assegurava o controle sobre a alocação dos investimentos. As autoridades governamentais combinariam mecanismos coercitivos e de incentivos para influenciar na distribuição do crédito. Os mecanismos de incentivo caracterizavam-se por fazer recair sobre o Tesouro ou sobre o banco central o ônus dos subsídios e dos riscos subjacentes aos empréstimos -- por exemplo, o redesconto subsidiado pelo Banco da Coreia de 100% do montante do empréstimo voltado para exportação e de 70% a 80% dos *bills* de exportação,<sup>2</sup> o redesconto pelo BOK dos empréstimos concedidos através do FNI e os fundos de garantia (colateral) do crédito subsidiado. Os mecanismos compulsórios de *policy loans* distinguiam-se por transferir estes encargos para o sistema financeiro por vias explícitas ou algumas vezes implícitas (por exemplo, pressões aos gerentes). Estas políticas de empréstimo forçado conjugavam-se em geral com a fixação de um limite superior baixo para as taxas de juros (World Bank, 1987, v. I, pp. 39-40; Virmani, pp.

1. Entre os trabalhos que subscrevem esta interpretação, ver World Bank (1987, v. 1, pp. 39, 99 e 109), Hong (1987, p. 273), Nam (1991, p. 10) e Mason (*The economic and social modernizing of the Republic of Korea*, apud Abbott, p. 400).
2. O redesconto subsidiado é alterado em 1981 (Virmani, p. 74).

2, 48-9, 63, 74; Ito, p. 453). Quase sempre o governo coreano recorreu simultaneamente a incentivos e coerção para afetar a alocação do crédito, sendo difícil isolar nitidamente os efeitos de cada mecanismo.

Os *policy loans* compreendiam os créditos concedidos pelos DMBs para agricultura, exportação, pesca, habitação e pequenas e médias empresas, os empréstimos em moeda estrangeira para importação de bens de capital, e os empréstimos das instituições financeiras de desenvolvimento (KDB, BCLPC e BEIC).<sup>3</sup> Estes empréstimos vinculados a políticas governamentais diferenciavam-se ainda pelo modo como eram concedidos: discricionariamente ou não. Isto é, podia haver "acesso automático para atividades designadas (como empréstimos à exportação ou para equipamentos de uma indústria exportadora)" ou "acesso qualificado (*qualified*) (como empréstimos a tomadores aprovados seletivamente numa categoria designada, por exemplo, pequena e média indústria)".<sup>4</sup>

Formalmente, o controle governamental sobre a alocação de crédito inicia-se em 1958. Através das *Regulamentações Pertinentes aos Usos de Fundos no Sistema Financeiro*, revistas depois em diversas ocasiões, foram estabelecidos *guidelines* que definiam os tipos de empreendimento a serem beneficiados na distribuição do crédito. Estes *guidelines*, entretanto, eram demasiadamente genéricos na ordenação das prioridades, sendo necessária a atuação discricionária do Banco da Coreia -- órgão encarregado de gerenciá-los -- e das instituições financeiras na escolha dos setores e empresas que usufruiriam do crédito barato racionado. Nos anos sessenta, este poder discricionário na concessão dos empréstimos é transferido para o novo governo militar que substitui o sistema de *guidelines* por diretrizes explicitamente detalhadas nos planos quinquenais de desenvolvimento e na programação anual da alocação global de recursos. De acordo com Cole e Park (p. 173), o governo comprometia nestes planos financeiros de 50% a 70% do crédito doméstico para setores, indústrias, ou projetos específicos, sendo ademais limitado o controle dos DMBs sobre a parcela remanescente. Além do tratamento preferencial na alocação do crédito, a interferência governamental incidiu sobre os preços financeiros, sendo responsável pela formação de

---

3. Nem sempre as conceituações de *policy loans* adotadas pelos autores se identificam. Para Nam (p. 10), este termo compreende os empréstimos "para setores direcionados (*earmarked*) a taxas preferenciais ou não e os empréstimos não-direcionados concedidos a taxas preferenciais devido a considerações de *policy*". De acordo com o World Bank (1987, v. I, p. 36), *policy loans* são "empréstimos bancários explicitamente direcionados (*earmarked*) para atividades ou indústrias particulares, e emprestadas passivamente pelos bancos a taxas de juros inferiores às cobradas para empréstimos com propósitos genéricos".

4. Ver World Bank (1987, v. I, p. 40).

uma estrutura de taxas de juros diversificada que refletia as prioridades da estratégia desenvolvimentista. O controle patrimonial sobre os *city banks*, bancos especializados e de desenvolvimento completaria o assenhoreamento pelo governo dos fluxos e dos termos dos empréstimos (através da nomeação do alto escalão administrativo, de ingerências nas decisões operacionais, etc.

O uso de políticas financeiras para promover as exportações de manufatura, embora remonte aos anos 50, intensifica-se com o novo regime, que concede primazia a este setor em sua estratégia de desenvolvimento.<sup>5</sup> Nos anos 60, a mera apresentação de uma carta de crédito referente a qualquer contrato de exportação (por exemplo, *bills* de importadores estrangeiros) garantia ao exportador acesso automático a linhas preferenciais de crédito fortemente subsidiadas para o financiamento do capital de giro de curto prazo. Malgrado as taxas de juros reais recorrentemente negativas, essas operações atraíam o interesse dos DMBs pois contavam com o redesconto automático do BOK a taxas ainda menores (tabela 15).<sup>6</sup> Dado o notável diferencial entre as taxas preferenciais e as não regulamentadas, o acesso ao crédito bancário conferia um tipo de *rent* ao seu beneficiário (tabela 16).

Virmani acredita que, exceto para pequenos e novos exportadores, o aspecto coercitivo da política de crédito não se manifestou até meados dos anos 70, pois à medida que o acerto da estratégia de desenvolvimento orientada para a exportação se consolidava, tornando atraente esta atividade, os bancos espontaneamente supriam os exportadores com financiamento a taxas de juros inferiores aos tetos impostos. Ademais, os *chaebols*, que eram o principal beneficiário do controle seletivo dos empréstimos porquanto preponderavam nas exportações, provavelmente absorveriam a maior parcela do crédito mesmo sem a compulsoriedade e os tetos, uma vez que seu próprio porte legitimava a condição de cliente preferencial. O engajamento decidido do governo na promoção das exportações induziria os bancos, por sua vez, a utilizarem o desempenho exportador como critério de credibilidade das empresas (World Bank, 1987, v. I, p. 36).

As atividades exportadoras eram beneficiadas ainda com empréstimos preferenciais de longo prazo (em moeda estrangeira e empréstimos do BEIC) para a

5. Fundos especiais foram criados para incentivar as exportações em 1959 e em 1964 e para o financiamento de insumos às indústrias exportadoras em 1961 – todos com a administração entregue aos bancos comerciais (World Bank, 1987, v. I, p. 36).

6. De acordo com Nam, o redesconto automático pelo BOK, cobrindo uma ampla parcela dos créditos de exportação, representou uma parcela importante dos ativos deste banco.

compra de máquinas e equipamentos nacionais e importados e para o financiamento das exportações (Virmani, p. 49; Nam, pp. 6-7).

Nos anos 60, o governo exerceu também um acentuado controle sobre a concessão de garantia pelos bancos domésticos aos empréstimos externos contratados por empresas coreanas. Estas tinham que submeter o pedido de garantia ao *Economic Planning Board* e mesmo à Assembléia Nacional.<sup>7</sup> Uma indicação do grau de interferência estatal nos fluxos financeiros é dada pela proporção entre os empréstimos preferenciais vinculados a políticas concedidos pelos DMBs e o montante total de seus empréstimos: 59% entre 1963 e 1966 e 45% entre 1967 e 1971 (Kwack & Chung, p. 126).

Com a redefinição da estratégia de desenvolvimento, em cujas prioridades se adiciona a diversificação da estrutura industrial (sem, portanto, se desviar da orientação exportadora), as políticas financeiras ganham espaço frente aos demais instrumentos de política econômica empregados com finalidades desenvolvimentista (como as políticas cambial, tributária, tarifária, etc.) e tornam-se em meados dos anos 70 no instrumento por excelência da intervenção governamental na economia. Os instrumentos financeiros da política industrial seletiva envolviam o acesso preferencial ao crédito bancário e aos empréstimos externos para as indústrias priorizadas pela estratégia de desenvolvimento e a fixação de tetos diferenciados nas taxas de juros, representando graus distintos de subsídios (ver tabelas 19, 32 e 34).<sup>8</sup> O crédito para exportação e os empréstimos concedidos pelo KDB a investimentos em equipamentos apresentaram taxas de juros reais recorrentemente negativas entre 1966 e 1981 (tabela 19).<sup>9</sup> O elevado *gap* entre as taxas de juros dos mercados regulamentados de crédito e as do *curb market* (tabela 16) fornece uma indicação do excesso de demanda (e do grau de racionamento) do crédito bancário na Coreia durante os anos 70 (Nam; World Bank, v. I, 1987).

Com os planos governamentais de promoção das HCI, os mecanismos formais e informais de alocação forçada de empréstimos a indústrias e mesmo firmas específicas seriam acionados (Virmani; Cargill).

---

7. Vale lembrar que os recursos obtidos por essa via consistiram na principal fonte de crescimento do financiamento entre 1963 e 1966.

8. Os empréstimos externos eram predominantemente intermediados e garantidos pelos DMBs.

9. Entre 1971 e 1981, as taxas de juros reais variaram entre -33,1% e +0,5% para o financiamento das exportações e entre -32,1% e 4,0% para o financiamento de equipamentos pelo KDB. Os empréstimos gerais apresentaram taxa real mínima de -26,6% e máxima de +3,4% entre 1974 e 1981.

Tabela 34  
TAXAS DE JUROS SELECIONADAS

unidade: % ao ano

	1969	1974	1979	1980	1982
<b>Bancos Comerciais</b>					
Descontos de bills até 1 ano	24.5	15.5	18.7	24.5	10.0
Exportação	6.0	9.0	9.0	15.0	10.0
Aquisição de insumos em moeda estrangeira	6.0	9.0	9.0	15.0	10.0
Equipamentos para indústria de exportação		12.0	15.5	21.0	10.0
Equipamentos para indústria de máquinas	12.0	12.0	15.0	21.0	10.0
<b>Korea Development Bank</b>					
Energia, construção naval, carvão, navegação	7.5	7.5	7.5	7.5	10.0
Indústrias: equipamentos	12.0	12.0	15.0	21.0	10.0
Empréstimos de fundos externos	9.1	9.0	9.1	9.1	7.5
<b>Banco da Média Indústria</b>					
Equipamentos para médias indústrias					
Fundos próprios	20.0	15.5	19.0	24.5	10.0
Fundos governamentais	12.0	10.0	13.5	19.5	10.0
Fundos externos	8.0	8.0	8.5	8.5	12.7

Fonte: World Bank (1987, v. I, p. 83).

O governo coreano empreenderia um rigoroso controle sobre a destinação dos fundos dos DMBs: além de gerir estritamente a destinação de seus próprios empréstimos (os *fundos governamentais*, repassados predominantemente para os bancos especializados), o governo interferiu fortemente na alocação dos *fundos bancários* (depósitos, *call money*, empréstimos do Banco da Coréia e empréstimos externos) através da constituição de fundos e da definição de *guidelines* que asseguravam o suprimento preferencial de recursos aos setores e atividades eleitos como estratégicos.<sup>10</sup> Apesar de os bancos especializados terem desempenhado um papel fundamental na alocação seletiva do crédito, os bancos comerciais também tiveram que se submeter a ingerências do governo na definição dos ativos de seus portfólios. Ambos foram compelidos a prover as "finanças institucionais" aos setores priorizados pelo governo (exportação e HCI) ou negligenciados normalmente pelas instituições financeiras (como habitação, agricultura, e pequenas e médias empresas).

No que se refere ao financiamento de médio e longo prazo, a atuação dos bancos de desenvolvimento foi decisiva. O KDB, em cujo passivo predominavam fundos governamentais e empréstimos do FNI e de fontes externas, concedeu suporte financeiro para investimentos em infra-estrutura (geração de eletricidade, por exemplo) e nas indústrias consideradas estratégicas; o BCLPC financiou investimentos com recursos captados através da emissão de debêntures e empréstimos do exterior; o BEIC, por sua vez, provido com recursos derivados da emissão de debêntures e de empréstimos do FNI, bancos domésticos e estrangeiros, destinou seus empréstimos sobretudo para operações comerciais de longo prazo, investimentos no exterior e projetos de desenvolvimento voltados para a exploração de recursos naturais no exterior. Quanto aos DMBs, de 20% a 25% do total de seus empréstimos e descontos têm sido destinados ao financiamento de equipamentos (tabela 30).

O envolvimento dos bancos comerciais nas "finanças desenvolvimentistas" havia sido entabulado pelo governo ainda nos anos 60, obrigando-os a conceder empréstimos garantidos pelo KDB e a adquirir, com recursos captados através de depósitos a prazo, debêntures emitidas para o financiamento industrial por este mesmo banco (Ito, pp. 459-60). Em 1969 seria criado o Fundo para a Promoção da Indústria de Máquinas,

---

10. Por exemplo, o fundo para exportação (créditos de curto prazo, em geral 90 dias) e para equipamentos à indústria exportadora (para empréstimos com resgate em torno de 8 anos), o fundo de promoção da indústria de máquinas (crédito com maturação variando entre 3 e 8 anos), de equipamento especial, de racionalização industrial, de equipamento para conservação de energia (5 anos), de habitação e a obrigação de se reservar uma parcela mínima do crédito total de cada banco para as pequenas e médias indústrias, agricultura e pesca (Ito, p. 457; Nam; Virmani, p. 95).

abastecido com recursos dos bancos comerciais, sendo o diferencial (negativo) entre as taxas de aplicação (fixadas em níveis baixos) e as de captação coberto por transferências governamentais. A estratégia desenvolvimentista nos anos 70, assentada na diversificação das exportações e na montagem de uma estrutura industrial mais complexa alargaria o elenco de incentivos financeiros. As *Regulamentações de Empréstimo com Repagamento Parcelado de Médio e Longo Prazo*, decretadas em 1971, ampliam o engajamento dos DMBs nos empréstimos para equipamento através da definição de condições mais favoráveis aos tomadores em termos de prazo e juros. Dois anos mais tarde, em fevereiro de 1973, é criada uma linha de crédito para as indústrias exportadoras adquirirem equipamentos. Em dezembro deste mesmo ano, constitui-se, através de lei específica, o Fundo Nacional de Investimento (FNI) com a atribuição de promover as HCI, as indústrias geradoras de eletricidade e as fábricas *new village* (contempladas pelo projeto Saemaul, de industrialização rural). Entre as rubricas do passivo deste fundo, incluía-se a venda de títulos em nome do FNI aos DMBs, que eram forçados a adquiri-los com os recursos captados na forma de depósitos de poupança. Os bancos comerciais operavam ainda como agentes deste fundo, repassando recursos sobretudo para os setores de maquinaria e construção naval.

As regulamentações do *Monetary Board* sobre as operações ativas e passivas dos bancos foram reiteradamente alteradas.<sup>11</sup> As normas sobre o procedimento das instituições financeiras em relação ao crédito seletivo estabelecidas em abril de 1974, que estreitavam consideravelmente a margem de autonomia na gestão de seus portfólios de empréstimos, foram substituídas três anos mais tarde por *guidelines* cujo conteúdo sofreria, depois, diversas modificações. Estes *guidelines* definiam entre outras coisas a redução ou supressão de créditos para setores cujo financiamento direto (aumento de capital ou emissão de títulos das empresas) queria se promover e as fontes dos recursos externos e domésticos necessários (empréstimos do FNI, do Banco de Desenvolvimento da Coreia, ou dos bancos comerciais com repagamento parcelado no médio e longo prazo).

Os fundos destinados à sustentação financeira de atividades consideradas prioritárias cobriam um amplo arco de modalidades e eram regulados por normas detalhadas. Além do FNI, destacavam-se no que concerne ao volume de recursos mobilizados os fundos de apoio às exportações e de descontos dos *commercial bills*,

---

11. Por exemplo, a vinculação de no mínimo 30% do montante da carteira de empréstimo de cada banco comercial de âmbito nacional ao financiamento de pequenas e médias indústrias foi ampliada para 35% em 1980, enquanto para os bancos locais subiu de 40% para 55% (Ito, pp. 457-8).

seguidos pelos fundos especiais a juros baixos para as pequenas e médias empresas e pelos fundos para a economia de energia (Ito, p. 458).

A proporção dos empréstimos concedidos pelos DMBs a atividades ou setores selecionados sempre excedeu 40% durante a década de 70, situando-se em torno de 50% no triênio 1978/80 (tabela 35).<sup>12</sup> Se tomarmos como base o total de empréstimos do conjunto das instituições financeiras (bancárias e não-bancárias), a participação dos *policy loans* dos DMBs e das instituições de desenvolvimento somava 37,9% em 1980 e 29,1% em 1985.<sup>13</sup> A proporção entre o montante total de *policy loans* (incluindo-se os fornecidos pelas IFNBs) e o montante total dos empréstimos das instituições financeiras atingiu seu valor máximo em 1978,<sup>14</sup> declinando a partir de então até o patamar de 29% entre 1989 e 1990 (tabela 35). Estas estatísticas indicam (e provavelmente subestimam) o grau com que o governo comandava os fluxos do sistema financeiro para atingir *targets* definidos pela política industrial.<sup>15</sup>

Além de definir integralmente a destinação do passivo levantado pelos DMBs junto a fundos governamentais, ao FNI e a empréstimos em moeda estrangeira, o governo alocou para setores e atividades que julgava estratégicos mais de um terço dos empréstimos lastreados em fundos bancários (ver tabelas 36 e 37).<sup>16</sup> Entre 1978 e 1981, a composição média do *funding* dos empréstimos direcionados dos DMBs foi de 54,8% de fundos bancários, 7,1% de fundos governamentais, 6,3% de recursos do FNI e 31,8% de empréstimos em moedas estrangeiras. Os empréstimos concedidos pelos DMBs com fundos governamentais e com recursos do FNI destinavam-se preponderantemente ao financiamento de equipamentos, finalidade esta que respondeu por uma parcela pequena dos créditos efetuados com fundos bancários (não mais de 15% entre 1972 e 1982).

- 
12. Excluindo-se dos empréstimos direcionados os créditos de curto prazo para a exportação, a parcela dos empréstimos totais dos DMBs comprometida previamente com setores selecionados situou-se por volta de 38% entre 1978 e 1981. O Banco Mundial estima que em 1977, no auge do programa de promoção das HCI, no mínimo 45% do montante total de empréstimos bancários (inclusive empréstimos de instituições financeiras de desenvolvimento) – o principal canal de endividamento das corporações nos mercados financeiros regulamentados – consistiam de *policy loans* explicitamente reconhecidos como tal e dos empréstimos estritamente controlados do KDB e do BEIC.
13. Cálculos feitos por nós a partir de dados do World Bank (1987, v. II, p. 114) e Park (1989, p. 14).
14. Os *policy loans* totalizariam algo próximo a 30% do PNB neste ano.
15. Além dos *policy loans*, os setores priorizados pela estratégia desenvolvimentista beneficiavam-se de tratamento preferencial em outras linhas creditícias através da ingerência informal (pressões implícitas) do governo sobre as decisões de portfólio dos bancos (Virmani, p. 49).
16. A parcela comprometida dos fundos bancários oscilou de 32,7% a 36,6% entre 1978 e 1981. Neste período, os setores que mais absorveram recursos dos fundos bancários dos DMBs direcionados pelo governo foram exportação (cerca de

Tabela 35  
 PARTICIPAÇÃO DOS POLICY LOANS NOS EMPRÉSTIMOS DOS BANCOS E DAS  
 INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS NÃO BANCÁRIAS  
 (% em relação ao crédito doméstico)

Ano	Bancos (I)	Empréstimos com fundos governamentais	Empréstimos em moeda estrangeira	Empréstimos para comércio exterior	Empréstimos para habitação	Crédito do KDB e BEIC (1)	IFNBs (II) (2)	Total (I) + (II)
1970	45.1	8.4	11.7	6.5	2.5	n.o. (3)	n.o.	n.o.
1971	46.1	7.2	13.9	7.1	2.7	n.o.	n.o.	n.o.
1972	47.8	6.5	6.9	7.3	2.8	n.o.	n.o.	n.o.
1973	48.2	5.3	6.6	11.5	3.1	3.4	52.8	49.3
1974	44.5	4.2	6.5	12.0	2.7	n.o.	n.o.	n.o.
1975	40.9	3.5	8.6	8.5	2.8	1.8	52.4	43.5
1976	41.4	3.2	7.2	9.5	3.2	1.6	49.2	43.3
1977	45.1	3.7	8.5	9.5	3.7	2.2	46.6	45.5
1978	51.0	3.5	12.6	10.1	4.4	2.0	45.4	49.3
1979	49.8	2.9	14.6	10.4	5.3	1.5	45.5	48.5
1980	49.1	3.0	15.5	10.3	5.6	1.5	43.9	47.4
1981	45.7	2.9	12.6	10.0	4.2	1.5	41.1	44.1
1982	40.3	3.0	11.5	8.3	5.7	1.0	38.8	39.7
1983	41.2	3.2	9.8	8.2	6.3	1.0	36.6	39.4
1984	40.7	3.5	8.7	7.7	6.4	1.0	31.7	36.8
1985	39.3	3.5	7.7	7.4	5.9	0.9	30.2	35.3
1986	40.7	3.6	7.5	7.0	5.6	1.0	24.1	33.1
1987	46.1	3.5	9.8	4.3	5.6	5.9	20.5	33.8
1988	47.5	3.7	9.1	1.9	6.1	8.1	17.3	32.3
1989	47.6	3.9	8.4	1.8	6.8	8.1	14.1	29.6
1990	47.5	3.7	8.8	2.1	7.1	7.9	12.7	28.1

Notas: 1) KDB: Banco de Desenvolvimento da Coreia

BEIC: Banco de Exportação e Importação da Coreia.

2) IFNBs: Instituições Financeiras Não-Bancárias, excetuando Instituições Financeiras de Desenvolvimento.

3) n.o. : não obtido.

Fontes: Cho & Cole;

Nam;

Park (1989).

Tabela 36  
 EMPRÉSTIMOS DIRECIONADOS DOS DMBs (em bilhões de Won)

	1978		1979		1980		1981	
	montante	%	montante	%	montante	%	montante	%
I. Fundos bancários								
A) Empréstimos totais	6019.1	100.0	8267.7	100.0	11295.2	100.0	15350.6	100.0
Total para equipamento (A1)	818.8	13.6	1208.6	14.6	1544.9	13.7	2615.7	17.0
B) Empréstimos direcionados	1965.8	32.7	2786.2	33.4	3966.8	35.1	5612.4	36.6
Equipamentos (B1)	628.3	10.4	852.3	10.3	1172.2	10.4	2047.7	13.3
B1/ B (%)		32.0		30.9		29.6		36.5
B1/ A1 (%)		76.7		70.5		75.9		78.3
Exportação (curto prazo) (1)	883.2	14.7	1227.2	14.8	1720.8	1.2	2197.2	14.3
Equipamentos p/ indústria de exportação (2)	57.0		42.7		26.2		179.9	
Promoção de indústria de máquinas (3)	26.1		15.1		10.2		6.2	
Equipamento especial	35.0		30.1		22.5		15.0	
Racionalização industrial	7.8		7.5		6.3		5.4	
Pequena e média indústria	242.1	4.0	371.5	4.5	642.9	5.7	1000.1	6.5
Agricultura	175.3	2.9	234.6	2.8	313.7	2.8	331.2	2.2
Pesca	66.8	1.1	81.1	1.0	106.1	0.9	138.3	0.9
Habitação	381.4	6.3	626.9	7.6	938.6	8.3	1455.1	9.5
Equipamento para conservação de energia (4)					2.0		94.7	0.6
Outros	222.6	3.7	124.6	1.5	177.6	1.6	204.1	1.3
II. Fundos governamentais								
A) Total	302.1	100.0	347.4	100.0	503.9	100.0	643.9	100.0
B) Equipamentos	256.3	84.8	324.4	93.4	469.7	93.2	598.9	93.0
III. Fundos do FNI								
A) Total	287.7	100.0	362.7	100.0	405.3	100.0	487.2	100.0
B) Equipamento	273.8	95.2	348.4	96.1	375.6	92.7	421.5	86.5
IV. Empréstimos em moeda estrangeira	1098.9		1722.9		2596.1		2775.0	
Total de empréstimos dos DMBs (I + II + III + IV)	7707.8	100.0	10707.7	100.0	14800.5	100.0	19256.7	100.0
Total de empréstimos direcionados (B + II + III + IV)	3654.5	47.4	5194.2	48.5	7472.1	50.5	9518.5	49.4
Empréstimos direcionados (exclusive os de curto prazo para exportação)	2771.3	36.0	3967.0	37.1	5751.3	38.9	7321.3	38.2

Notas: 1) 90 dias.  
 2) 6 meses.  
 3) 3 a 8 meses.  
 4) 5 anos.

Fonte: Yonemiz (p. 93).

Tabela 37  
ALOCAÇÃO DO INCREMENTO LÍQUIDO DOS DEPÓSITOS  
DOS BANCOS COMERCIAIS (1981)

unidade: bilhões de Won

	Montante	Composição
Aumento líquido nos depósitos (A)	1666.4	100
Usos direcionados (B)	944.5	56.7
Reservas compulsórias	91.7	5.5
Contribuição ao FNI	217.6	13.1
Policy Loans	635.2	38.1
(Crédito para exportação)	(78.0)	(4.7)
(Outros)	(557.2)	(33.4)
Usos não-direcionados (A)-(B)	721.9	43.3

Fonte: World Bank (1987, v. II, p. 115).

Tabela 38  
COMPOSIÇÃO DOS EMPRÉSTIMOS DOS DMBs PARA O SETOR MANUFATUREIRO

unidade: %

Ano	Indústrias Leves					Indústrias Químicas e Pesadas					Outros
	Total	Alimentos, Bebidas e Fumo	Têxteis e Couros	Madeira e Derivados	Papel e Celulose	Total	Química, Petróleo, Carvão, Borracha e Plásticos	Produtos Minerais Não-Metálicos	Metais Básicos	Máquinas, Equipamentos e Produtos Metálicos	
1964	57.7	15.2	28.1	5.5	8.9	35.9	17.8	4.0	2.5	11.6	6.3
1965	55.0	14.2	28.2	4.9	7.7	37.7	18.2	4.3	2.7	12.5	7.3
1966	53.5	12.9	27.4	5.5	7.7	39.2	17.4	5.2	3.7	12.9	7.2
1967	49.8	12.9	25.2	5.2	6.2	40.6	21.2	4.9	3.0	11.5	9.6
1968	51.6	12.3	25.8	5.8	7.7	39.4	19.3	3.5	2.6	14.0	9.0
1969	48.9	11.8	25.9	5.4	5.8	41.8	23.5	2.8	3.0	12.5	9.3
1970	48.2	12.0	24.3	6.1	5.8	45.2	22.9	3.2	3.7	15.4	6.7
1971	49.9	9.9	24.1	10.1	5.8	39.4	16.8	4.8	4.1	13.7	10.7
1972	49.6	10.8	24.2	8.2	6.4	38.3	14.1	5.8	4.9	13.5	12.1
1973	55.3	10.6	30.5	8.2	6.0	36.7	12.2	4.9	5.4	14.2	8.1
1974	59.4	12.5	32.9	8.1	5.9	35.2	11.9	4.5	6.0	12.8	5.3
1975	52.6	11.8	30.1	5.3	5.4	41.1	14.1	5.1	5.7	16.2	6.5
1976	50.9	10.2	31.3	4.4	5.0	44.3	14.5	4.4	8.5	16.9	4.7
1977	50.0	9.1	32.1	3.9	4.9	46.1	14.2	4.0	8.3	19.6	4.0
1978	47.8	7.6	31.1	4.4	4.7	48.8	14.7	4.2	8.5	21.4	3.3
1979	44.6	6.6	28.8	4.2	5.0	51.0	14.3	4.1	9.0	23.6	4.5
1980	42.5	6.0	27.0	4.1	5.4	52.4	15.9	4.2	7.6	24.7	5.1

Fonte: Ito (p. 462).

No que se refere à evolução na composição dos *policy loans* desde o início dos anos 70, os seguintes aspectos chamam atenção: (1) os empréstimos com fundos governamentais reduziram sua participação no volume total do crédito bancário doméstico de 8,4% em 1970 para 3,5% em 1975 -- estabilizando-se desde então neste patamar; (2) os empréstimos em moeda estrangeira, que entre 1972 e 1977 apresentaram uma contribuição variando entre 6,5% e 8,5% do crédito total concedido pelos bancos, retomam a partir de 1978 o patamar de dois dígitos em que se situaram no biênio 1970/71, atingindo a participação máxima de 15,5% em 1980, e declinando posteriormente; (3) os empréstimos para exportações e importações, cuja participação se situou em torno de 10% entre 1973 e 1981, vêm diminuindo sua participação (7,0% em 1986 e 2,1% em 1990); (4) o crescimento da fatia referente ao crédito habitacional (ver tabela 35).

A extensão com que o governo recorreu aos *policy loans* para alcançar os *targets* de seus planos quinquenais evidencia-se ainda pela participação das linhas de crédito relacionadas a esta classe de empréstimos no número total de linhas de crédito oferecidas pelos bancos: 221 num total de 298 tipos de empréstimos bancários no final de 1981 (World Bank, 1987, v. I, p. 39).<sup>17</sup>

As instituições financeiras de desenvolvimento enquadravam-se integralmente nas determinações governamentais dos *policy loans* e exerceram um papel fundamental no financiamento de longo prazo, embora sua participação no montante total de empréstimos do setor financeiro tenha declinado em relação à dos anos 50 e 60.<sup>18</sup>

O exame da alocação por atividade econômica dos empréstimos e descontos concedidos pelos DMBs entre 1964 e 1990 atesta a profunda reestruturação por que passou a economia coreana. Nesse período, a parcela do total destes empréstimos absorvida pela agricultura, pesca e silvicultura despenca de 36,3% para 11,6% (depois de ter caído para 8,9% em 1980), enquanto a participação da indústria manufatureira salta de 36,8% em 1964 para 60,9% em 1974, recuando suavemente nos anos subseqüentes para se situar em 56,7% em 1980 e 40,5% em 1990. Por sua vez, a

---

45%) e habitação (22% em média). A proporção dos empréstimos destinados à pequena e média indústria no total de empréstimos concedidos pelos DMBs variou de 2% a 6% entre 1962 e 1982 (Virmani, pp. 94-5).

17. É provável que a mera inclusão de uma indústria no rol das prioridades do governo induzisse os bancos a concederem espontaneamente tratamento preferencial a projetos a ela relacionados sob a expectativa de que fossem implicitamente aliciados pelo governo.
18. Por exemplo, em relação ao total dos empréstimos concedidos pelos DMBs e pelo KDB, a contribuição deste último banco foi em média de 37,5% entre 1960 e 1964, 32,5% no biênio 1965/66, 22,7% em 1967, 16,7% no ano seguinte, variando a partir de então e até 1978 entre 14,6% e 17,9% (Cole & Park, p. 63).

indústria da construção civil, beneficiando-se da demanda gerada pelos países exportadores de petróleo, elevaria significativamente sua participação nos empréstimos a partir dos anos 70, atingindo 12,6% em 1980 e 16,5% em 1990.

O empenho com que o governo se valeu do sistema bancário para fazer cumprir as metas ousadas prescritas pelos planos quinquenais reflete-se na ascensão vertiginosa da parcela dos empréstimos dos DMBs canalizada para os setores prioritários: as HCI ampliam sua participação de 35,9% em 1964 para 52,4% em 1980 (tabela 38). Desagregando os empréstimos dos DMBs por ramo industrial, observa-se uma tendência ascendente na parcela representada pelas indústrias de metais básicos e pelas indústrias de máquinas, equipamento e produtos metálicos manufaturados, enquanto a tendência é no sentido inverso para a indústria de alimentos, bebida e fumo. As variações da participação no montante global de crédito canalizado para a indústria manufatureira entre 1964 e 1980 não foram tão acentuadas para o setor têxtil, vestuário e artigos de couro (oscilando em torno da média de 28%).

Em um artigo onde tenta avaliar o impacto do racionamento do crédito subsidiado sobre o padrão do comércio de manufaturados entre 1961 e 1982, Hong classifica os empréstimos bancários (nos quais inclui os empréstimos do KDB e do BEIC) em quatro modalidades: os subordinados a políticas governamentais (*policy loans*) e os delas independentes, cada qual, por sua vez, podendo apresentar um caráter discricionário ou não. Os *policy loans* discricionários compreendem todos os empréstimos do KDB e do BEIC (inclusive empréstimos em moeda estrangeira) e os empréstimos dos DMBs em moeda estrangeira (que incluem uma pequena parcela, cerca de 5%, para importação) e os em moeda nacional destinados a projetos especificados. Estes empréstimos dos DMBs formalmente comprometidos com políticas discricionárias (na forma do fundo para promoção da indústria de máquinas, do fundo para empréstimo de longo prazo, do fundo para a indústria de porte médio, do fundo de equipamento para a indústria exportadora, do fundo de empréstimo em moeda estrangeira, etc.) representaram cerca de 20% dos empréstimos bancários entre 1972 e 1982. Quanto aos bancos de desenvolvimento, sua participação no total dos empréstimos bancários, que até meados da década de 60 era bastante elevada embora já apresentasse uma tendência declinante (passa de 39% em 1961 para 31% em 1966), sofre uma redução substancial a partir de 1967: mesmo somando-se as contribuições do KDB e do BEIC, que surge em 1969, não se atinge 16% entre 1968 e 1976. Apenas no final dos anos 70, os bancos de desenvolvimento ampliariam sua contribuição no

volume total de créditos bancários, graças agora notadamente à atuação do BEIC (18% entre 1977 e 1980 e 21% em 1982). Deste modo, a parcela do crédito bancário vinculado a *policy* e discricionário para os DMBs e bancos de desenvolvimento (exceto BCLPC) totalizou cerca de 36% entre 1972 e 1982 (Hong, 1987, p. 297-8). A segunda categoria de empréstimo apontada por Hong refere-se aos *policy loans* não-discricionários. Contemplam o crédito de curto prazo para exportação e os empréstimos para agricultura, pesca e habitação dos DMBs, lastreados em fundos bancários ou fundos governamentais. Entre 1972 e 1981 representavam 18% dos empréstimos totais dos DMBs e bancos de desenvolvimento, sendo metade desta parcela direcionada para créditos de exportação. Somadas as duas primeiras modalidades de crédito, resulta que mais de 50% dos empréstimos bancários representam *policy loans* formais (pp. 284 e 298).

A terceira modalidade reporta-se aos empréstimos que embora não associados a políticas são discricionários porque racionados pelo arbítrio do governo (p. 284). Enfeixam os empréstimos baseados em fundos bancários gerais e os *commercial bills* descontados, cuja contribuição no montante total de empréstimos superou os 20% entre 1977 e 1981. Por último, os empréstimos dos DMBs (inclusive bancos estrangeiros) cuja alocação não se atrela formalmente a políticas nem a discricionariedades do governo (o que não significa que estejam imunes a injunções políticas e favorecimentos pessoais). Reúnem os *overdrafts*, os empréstimos baseados em depósitos de poupança parcelada (*installment*), os empréstimos pessoais, os empréstimos do Banco Nacional dos Cidadãos baseados em fundos mútuos parcelados e os empréstimos concedidos por agências de bancos estrangeiros (inclusive empréstimos em moeda estrangeira). Sua participação no montante global de empréstimos dos DMBs e dos bancos de desenvolvimento elevou-se alguns pontos entre 1967 e 1982 (média de 23,4% em 1977/1981 contra 19,4% em 1967/1971), em grande parte devido à atuação dos bancos estrangeiros.<sup>19</sup>

As políticas financeiras do governo resultariam no crescimento vigoroso do montante de empréstimos concedidos pelos DMBs e pelas instituições financeiras de fomento ao desenvolvimento (KDB e BEIC) -- que evoluiu de uma média de 15% do PNB entre 1962 e 1966 para 46% entre 1977 e 1981 (tabela 14). Se fossem adicionados os créditos domésticos fornecidos pelas instituições financeiras não-bancárias (exclusive KDB e BEIC), como as companhias de investimento, as instituições de poupança, as

---

19. Estes bancos ampliaram sua participação de 2,8% no período 1972/76 para 8,2% entre 1977 e 1981.

companhias de seguros de vida e o BCLPC, atinge-se a cifra de 60,9% do PNB entre 1977 e 1981 (contra 49,9% do PNB entre 1974 e 1976).<sup>20</sup>

A combinação de políticas financeiras compulsórias e de incentivo como instrumento da política industrial implicaria uma forte expansão na parcela das indústrias *estratégicas* (as HCI) no total do fluxo líquido de empréstimos para o setor industrial -- que salta de uma média de 34% em 1973/74 para uma faixa variando de 52% a 68% entre 1975 e 1985 (ano em que a participação destas indústrias foi de 63%).<sup>21</sup> Cerca de 92% dos empréstimos preferenciais destinados ao setor manufatureiro entre 1978 e 1980 foram alocados para as HCI (Virmani, p. 50).

Para influir na alocação dos fundos, o governo, além de discriminar o acesso ao crédito, construiu uma complexa estrutura de taxas de juros, em que os tetos eram diferenciados segundo as origens dos recursos (fundos governamentais, bancários ou externos) ou a destinação dos empréstimos concedidos pelos DMBs (tabelas 16, 32 e 34). Deste modo, linhas de crédito com tetos preferenciais foram instituídas para a promoção da indústria de máquinas, importação de matérias-primas, aquisição de equipamentos para atividades exportadoras, construção naval, agricultura e pequenas e médias indústrias. Para evitar que se desdobrassem em aumento dos colaterais ou na redução no montante ofertado, estas medidas foram acompanhadas de políticas de alocação compulsória do crédito (veladas ou explícitas). Em junho de 1982, os diferenciais nas taxas de juros entre *policy loans* e *general loans* seriam amplamente reduzidos: o governo nivela os tetos nas taxas de juros de empréstimos dos DMBs em 10% (e os tetos nas taxas de depósitos em 8%) independentemente das peculiaridades de risco dos tomadores e da maturação e montante dos empréstimos. Anteriormente, imputava-se um prêmio às taxas de juros apenas aos empréstimos de prazo curtíssimo ou superior a três anos.<sup>22</sup>

A administração que o governo exercia sobre os preços do crédito bancário e do crédito externo facilitava a execução das *targeted policies*: os fundos racionados pelas taxas de juros baixas eram direcionados para os setores selecionados. Convertidos nas fontes de fundo mais atraentes através da imposição de tetos baixos nas taxas de juros

20. A participação das instituições financeiras não-bancárias no volume total do crédito doméstico expandiu-se de 3% para 12% do PNB entre 1969 e 1981 (Hong, 1987, pp. 299 e 303).

21. Nos anos 80 o rebaixamento na fatia do crédito das demais indústrias não mais se restringe ao setor tradicional voltado para o mercado interno. Mesmo a indústria têxtil e de vestuário, embora destinada essencialmente à exportação, contrai sua participação de uma média de 31% entre 1973/76 para 19% entre 1977/85 (World Bank, v. I, pp. 40-1).

dos empréstimos bancários e do congelamento da taxa cambial por períodos longos,<sup>23</sup> estas modalidades de crédito eram altamente demandadas pelo setor produtivo.<sup>24</sup>

O tratamento financeiro preferencial aos setores priorizados pelo governo é evidenciado pelo confronto entre os custos médios dos empréstimos para as indústrias leves e para as HCI (tabela 39). Uma vez que os bancos eram proibidos de cobrar prêmios de risco, disparidades de custos de empréstimos refletiam distorções governamentais no mercado de crédito. Praticamente iguais em 1974, estes custos se distanciaram crescentemente a partir de então e em 1979 foram cerca de 50% maiores para as indústrias leves, ano a partir do qual o *gap* se estreita até se anular em 1984.<sup>25</sup>

Um diferencial menos acentuado nos custos dos empréstimos favoreceria também as grandes empresas industriais relativamente às de menor porte no período 1974/78, refletindo a importância conferida pelas autoridades econômicas aos *chaebols* na efetivação do programa de fomento às HCI. Nos anos 80, este hiato desapareceria mercê do empenho do governo em incentivar as pequenas e médias empresas e em reduzir o grau de endividamento das grandes empresas. A década de 70 distingue-se ainda por reduzir e até mesmo inverter o hiato nos custos de empréstimo que beneficiava as empresas exportadoras face às que operavam no mercado doméstico. Em 1980, este hiato se reverte novamente em favor das indústrias exportadoras, que apresentam desde então custos médios cerca de 20% menores.

Nos anos 80, o padrão de regulamentação do setor financeiro seria alterado. Além da privatização e da redução nas barreiras à entrada dos bancos comerciais, o governo amplia a autonomia destas instituições através de emendas no *General Banking Act* e da eliminação do Decreto Temporário de Administração Bancária -- as duas medidas adotadas em dezembro de 1982. Com isto, o BOK perdia, por exemplo, a prerrogativa formal de interferir na escolha dos altos executivos dos bancos.

22. Este adicional em relação às taxas de juros era insignificante (cerca de 1 ponto percentual entre 1976 e junho de 1982), representando de 4% a 7% destas taxas.
23. A taxa de câmbio permaneceu inalterada entre dezembro de 1974 e dezembro de 1979.
24. Segundo o World Bank (1987, v. II, pp. 100, 112-3), cerca de metade dos fundos do setor empresarial derivava destas duas fontes de crédito. Foram poucos os anos na década de 70 em que os níveis em termos reais das taxas dos empréstimos bancários e do custo efetivo dos empréstimos estrangeiros não foram negativos. O acesso aos empréstimos externos -- cobijados em razão do baixo custo (cerca de -2% em termos reais entre 1977 e 1979) -- dependia da prévia autorização do governo (Hong, p. 285; World Bank, 1987, v. I, p. 99).
25. O World Bank (1987, v. I, p. 42) estima que os custos médios dos empréstimos para as indústrias leves foram na média do período 1975/78 cerca de um terço mais altos *vis-à-vis* os das HCI.

Tabela 39  
CUSTO MÉDIO DOS EMPRÉSTIMOS POR SETOR (em %) (1)

	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
Indústria manufatureira	12.00	8.60	10.50	11.30	11.90	13.10	12.40	14.40	18.70	18.37	15.97	13.63	14.42
Grandes empresas (A)	11.98	8.48	10.49	11.19	11.80	11.91	11.91	14.42	18.42	18.30	16.08	13.71	14.45
Pequenas empresas (B)	14.16	11.59	11.41	13.92	14.39	13.80	15.55	14.16	20.74	18.77	15.38	12.95	14.13
(B) - (A)	2.18	3.11	0.92	2.73	2.59	1.89	3.64	-0.26	2.32	0.47	-0.70	-0.76	-0.32
Indústria de exportação (C)	11.06	9.78	9.82	9.82	11.34	12.87	12.68	15.70	16.01	15.81	13.55	12.39	12.91
Indústria para o mercado doméstico (D)	12.46	9.84	10.88	12.60	12.25	13.24	12.25	13.80	21.03	20.36	17.59	14.37	15.20
(C) - (D)	1.40	0.06	1.06	2.78	0.91	0.37	-0.43	-1.90	5.02	4.55	4.04	1.98	2.29
Indústria pesada (E)	10.53	8.65	10.38	10.24	10.14	11.50	10.09	12.51	17.58	17.49	15.29	12.93	14.39
Indústria leve (F)	13.31	10.90	10.59	12.16	13.70	14.29	15.85	16.62	20.05	19.64	16.93	14.63	14.46
(F) - (E)	2.78	2.25	0.21	1.92	3.56	2.79	5.76	4.11	2.47	2.15	1.64	1.70	0.07
Deflator do PNB	16.11	13.40	29.54	25.73	20.73	15.67	21.89	21.16	25.63	15.90	7.08	2.90	3.90

Nota: 1) O custo médio dos empréstimos é calculado com base no quociente entre as despesas com juros e descontos e o montante total dos empréstimos (dos bancos, das IFNBs, bônus, crédito externo, etc.).

Fonte: Amadeu (1988, p. 513).

Ao mesmo tempo, limitou-se o direito de voto e a posse de ações para cada acionista individual em 8% do total de modo a evitar que o controle dos bancos se concentrasse em poucos acionistas. Em dezembro de 1988, seriam desregulamentadas as taxas de juros de empréstimos e as dos depósitos de longo prazo dos bancos.

O processo de mudanças no quadro regulamentatório do sistema financeiro coreano tem sido conduzido, porém, de modo gradual, com algumas contramarchas e administrativamente (e não por legislação). Curiosamente, tanto as origens como a caracterização das alterações que ocorreram no setor financeiro a partir de 1980 são objeto de controvérsia. O centro da polêmica a respeito das motivações que impeliram o governo a reavaliar os instrumentos financeiros utilizados na implementação da estratégia de crescimento, ou mais amplamente, dos catalisadores da desregulamentação financeira, reside no significado da influência do avanço no desenvolvimento da economia coreana sobre a condução da política financeira governamental. De um lado, a maior parte dos analistas (como Ito; Abbott; Bank of Korea, 1993, p. 32; Hong; Dornbusch & Park; Kwack & Chung; World Bank, 1987) considera que o amadurecimento e a complexidade atingidos pela economia coreana no início dos anos 80 exigiam como condição para continuar a crescer de modo sustentado e para funcionar eficientemente a retirada dos controles governamentais sobre o sistema financeiro. De acordo com esta interpretação, a regulamentação das taxas de juros e o conseqüente racionamento do crédito implicavam uma alocação de recursos cada vez menos eficiente à medida que a economia avançava em tamanho e sofisticação. Dado o estágio de desenvolvimento econômico que a Coréia havia atingido em 1980, a liberalização e a internacionalização financeiras, por promoverem a concorrência no sistema financeiro, constituiriam a melhor alternativa para enfrentar no curto prazo os desequilíbrios gerados pelas políticas anteriores de repressão financeira e para assegurar no longo prazo uma posição vantajosa na acirrada competição nos mercados internacionais.<sup>26</sup> Os esforços direcionados para uma orientação de mercado no sistema financeiro expressariam, portanto, uma resposta aos problemas que permeavam os setores reais e financeiros da economia e visavam a remoção das ineficiências que

---

26. De acordo com o Bank of Korea (1990b, p. 7), "o desenvolvimento seguro do setor financeiro é um pré-requisito para o crescimento estável e era amplamente aceito nos anos oitenta que a economia coreana não poderia progredir mais sem um desenvolvimento adequado do setor financeiro". Esta exigência somada a mudanças no setor real, prossegue o argumento, teriam compelido o governo a promover reformas para liberalizar e internacionalizar o setor financeiro. Em outro relatório, o Bank of Korea (1993, p. 30) sustenta que as reformas financeiras, progressivas mas profundas, foram implementadas para reduzir o atraso relativo do setor financeiro *vis-à-vis* o setor real.

habitavam estes dois setores e a retomada do crescimento econômico sustentado.<sup>27</sup> Ainda dentro desta vertente, vale destacar a análise de Cargill (pp. 73-4), que elege como o principal catalisador do desencadeamento do processo de reformas financeiras a ampliação do hiato entre as taxas de juros do mercado regulamentado e as do *curb market* -- resultante da combinação entre os elevados níveis inflacionários que se estendem do final da década de 70 até 1981 e os controles administrativos sobre as taxas de juros nominais dos mercados regulamentados. Magnificado o impacto das regulamentações pelo aumento da inflação, o incentivo para se desvencilhar delas cresceria e implicaria o deslocamento de fundos para os *curb markets* (cujas taxas estavam em sintonia com as expectativas inflacionárias) ou para as IFNBs, que eram menos regulamentadas em comparação com os DMBs. O combate à instabilidade e aos desequilíbrios engendrados no sistema financeiro exigiria, portanto, alterações substantivas no arcabouço regulamentatório.<sup>28</sup>

De outro lado, Akiüz & Kotte, Chang, e Amsden & Euh avaliam que o progresso e a complexidade alcançados nesta época pela economia coreana simplificavam e facilitavam a gestão da política financeira e industrial, uma vez que o número de novas indústrias que deviam ser promovidas e assistidas era menor.<sup>29</sup>

A controvérsia estende-se ao caráter das mudanças no setor financeiro durante os anos 80. Autores como Abbott, Cole & Park, Hong e Ito, relatórios de organismos financeiros internacionais, e documentos oficiais do governo da Coreia sugerem que nesta década estava em curso no país um processo de liberalização financeira, embora

27. Kwack & Chung, por exemplo, remetem o processo de desregulamentação do sistema financeiro encetado no início dos anos oitenta ao amadurecimento da economia e a mudanças no cenário internacional. Sustentam que enquanto "a economia foi simples na estrutura e pequena no tamanho", a flexibilidade limitada da taxa de juros e o uso intensivo de mecanismos de alocação extra-mercado não se revelaram custosos, mas à medida em que a economia se desenvolvia e tornava mais complexas a estrutura industrial e as relações comerciais com o exterior, estas políticas repressivas geravam efeitos crescentemente perniciosos.

28. O autor não descarta a importância da "crescente insatisfação com o governo" pela responsabilidade que tem na deterioração das condições econômicas e financeiras no final da década de 70, embora considere este fator secundário na explicação da desregulamentação financeira.

29. A despeito do embate em torno da ineficiência ou da superfluidade de se preservar a ubiqüidade estatal no gerenciamento financeiro de uma economia que amadurecera e se tornara complexa e diversificada, os dois tipos de interpretação reconhecem a importância de outros fatores responsáveis pela deflagração e reforço do processo de flexibilização no setor financeiro: 1) a desaceleração na taxa de crescimento do produto e os altos índices de ociosidade de certas indústrias que haviam sido favorecidas com incentivos e subsídios creditícios e fiscais nos anos anteriores -- sobretudo equipamento de transporte e maquinaria, construção naval, aço, química e construção civil; 2) a fragilização do setor bancário que resultou da recessão econômica; 3) a forte expansão das IFNBs; 4) as injunções internacionais: a internacionalização e a globalização econômica, e as pressões para a abertura dos mercados financeiros domésticos -- notadamente dos Estados Unidos, através de ameaças de retaliação comercial. Cargill minimiza a relevância das

quase sempre reconheçam sua morosidade e exagerada cautela. Em contraste, Amsden & Euh (1990) identificam um divórcio entre a retórica de corte liberal do governo e sua prática intervencionista no trato das questões financeiras. Para eles, as modificações na organização financeira deste período refletem não uma liberalização mas uma nova forma de controle governamental: se nos anos 60 e 70 a ingerência assumia um caráter proibitivo, agora adota uma perspectiva preventiva. Consideram, ainda, que sob alguns aspectos, "os anos 80 têm testemunhado maior, e não menor, intervenção" (pp. 4-11). Por estas razões, estes dois autores têm preferido o termo *reformas* para designar as mudanças na área financeira coreana durante esta década.<sup>30</sup>

A análise de Cho & Cole (1986, pp. 3 e 9) sobre esta questão, endossada por Nam (1991), é idiossincrática. Reconhecendo que durante os anos 80 estavam em curso na Coreia a liberalização e a integração dos mercados financeiros, estes autores explicam-nas mais pelo "crescimento acelerado das instituições menos regulamentadas num cenário favorável de inflação reduzida" do que "como uma consequência dos esforços governamentais conscientes para reduzir a regulamentação". Esta iniciativa não-governamental promoveria "o deslocamento dos canais de financiamento dos bancos, ainda altamente controlados, para as muito menos controladas IFNBs". O tratamento diferenciado do governo derivaria de seu duplo objetivo de ampliar a mobilização de recursos financeiros nos mercados regulamentados (papel que seria reservado às IFNBs) e de assegurar suprimento de crédito barato à indústria -- tarefa dos DMBs (Nam, p. 17).

De qualquer modo, mesmo analistas da cena financeira coreana mais afetos à liberalização reconhecem o acanhamento das reformas. Nam, insuspeito representante desta vertente, ressaltava em 1991 que o sistema bancário era ainda submetido à "intervenção pesada do governo" (que influi na nomeação do alto escalão administrativo, gere os NPL, etc.) e que "as taxas de empréstimo bancário e a maioria das taxas nos mercados primários de *securities* são ainda muito rígidas e insensíveis às condições de mercado, indicando que o mercado financeiro coreano ainda está longe de

---

pressões externas no início do processo, mas considera que crescem em importância à medida que a Coreia passa a pesar nos desequilíbrios externos dos Estados Unidos.

30. Não raro, analistas que aceitam como um fato a existência de um processo de liberalização financeira na Coreia durante a primeira metade da década de 80 fazem afirmações que os aproximam de Amsden & Euh. Ilustra isto o comentário de Cargill (p. 84) a respeito da manutenção do controle governamental sobre a administração dos bancos: "os grandes bancos privados continuam a operar como instituições semi-governamentais a despeito do fim da propriedade governamental e a despeito do processo de liberalização financeira".

ser plenamente integrado e operando puramente em base competitiva".<sup>31</sup> Esta visão é reforçada pela persistência de proporções elevadas de *policy loans* na carteira de ativos dos DMBs -- cerca de 47% entre 1987 e 1990 (tabela 35).

Na verdade, os primeiros passos da desregulamentação financeira ocorrem no setor não-bancário. No início dos anos 80, o governo havia recorrido ao controle da oferta de crédito do sistema bancário para enfrentar a inflação ascendente e os problemas no balanço de pagamentos. Simultaneamente, tentava incentivar a poupança doméstica através da elevação das taxas de juros de depósitos, medida de início incidente apenas sobre o setor financeiro não-bancário, que se beneficiava ainda da remoção de diversas barreiras à entrada e da flexibilização no controle sobre a administração de sua carteira de ativos.<sup>32</sup> Disto resultaria uma expansão relativamente maior dos depósitos e da capacidade de oferta de crédito das IFNBs, razão pela qual o aperto na política creditícia dos bancos (expresso na desaceleração no crescimento do crédito doméstico ofertado e nas taxas de juros de empréstimo mais elevadas) não repercutiu seriamente sobre os investimentos (World Bank, v. II, pp. 52-59). O setor financeiro não-bancário, relativamente menos regulamentado, amorteceu (como os *curb markets*) o impacto do controle de liquidez bancária sobre o setor real (tabela 40).<sup>33</sup> Embora as taxas de crescimento da oferta de crédito declinassem também para as IFNBs em 1982 e 1983, o fizeram mais suavemente e, ao contrário das taxas de sistema bancário, já se recuperariam em 1984. Analogamente, enquanto as taxas de juros bancárias tendem a crescer entre 1983 e 1985, as taxas de juros nos *curb markets* e as dos *commercial papers* vendidos pelas IFNBs crescem no mesmo período. Dada a crescente perda de competitividade dos bancos, o governo progressivamente eliminaria o tratamento preferencial às IFNBs, autorizando os bancos a operarem com *spreads* maiores e com certificados de depósitos cuja remuneração era mais atraente para o poupador.

A interferência governamental nas questões financeiras durante os anos 80 manifesta-se também através dos programas de reestruturação industrial (Nam, 199). O excesso de capacidade em diversas indústrias provocado pela recessão internacional (especialmente construção naval, construção civil no exterior e navegação) levaria o governo, que havia incentivado estes investimentos, a coordenar o saneamento de

31. O autor (pp. 15, 28, 34) atribui esta situação à desregulamentação limitada das taxas de juros e "à inércia e mentalidade herdadas do tempo em que a maioria das instituições financeiras funcionava como empresas públicas".

32. O Ministério das Finanças controlava as taxas de juros das IFNBs, embora oficialmente não estivessem sujeitas a tetos.

empresas debilitadas financeiramente e inadimplentes junto ao sistema bancário. Buscando equacionar o problema dos *non-performing loans* (NPL), o governo promove um plano de racionalização que contempla cinco indústrias,<sup>34</sup> envolvendo o abandono ou o redimensionamento de alguns projetos, a assistência financeira dos bancos, fusões, incorporações de firmas em dificuldades a empresas mais sólidas, e aportes fiscais.

Por sua vez, o sistema bancário contaria com o suporte governamental na forma de suprimento de redescontos subsidiados do BOK, permissão para operarem em novos serviços, isenção tributária nos ganhos de capital sobre colaterais ofertados pelas firmas insolventes, restrições na concorrência e na desregulamentação financeira (por exemplo, controle nas taxas de juros das IFNBs). Temia-se que uma solução de mercado para o problema das indústrias endividadas junto aos bancos (como a falência das empresas insolventes) pudesse gerar sérios desarranjos na economia interna (desemprego e instabilidade dos mercados financeiros) e ferir a credibilidade do país no exterior (com reflexos sobre a disponibilidade e prêmio de risco dos empréstimos).

A fase mais intensa da reestruturação industrial efetivou-se entre 1985 e meados de 1988 e envolveu 78 empresas. A assistência financeira ocupou uma posição central neste processo e se consubstanciou nas seguintes formas: 1) concessão de um período de graça para o repagamento do principal que variava de 5 a 30 anos com pagamento normal dos juros; 2) empréstimos de longo prazo (de 5 a 30 anos) com taxas de juros subsidiadas (na faixa entre 2% e 10%); 3) reprogramação das dívidas das empresas inadimplentes absorvidas por outras firmas e *seed money* (empréstimos em condições vantajosas -- 10 anos de carência e 10 anos para repagamento a taxas de juros anuais de 10% ao ano -- à guisa de compensação para empresas que adquiriram firmas insolventes); 4) *write-off* do principal (conversão em perdas).<sup>35</sup> Os empréstimos que os bancos comerciais foram compelidos a conceder às firmas designadas para racionalização totalizaram, em março de 1988, 5,3 trilhões de won (US\$ 7,1 bilhões) -- 16% de suas carteiras de empréstimos. O sistema bancário, portanto, arcou com parcela expressiva do ônus da racionalização industrial.

---

33. Vale notar que a redução no crescimento do crédito doméstico bancário para o setor privado entre 1982 a 1985 é bem mais suave *vis-à-vis* a no setor público (tabela 40).

34. A reestruturação atinge as indústrias de equipamento pesado para a geração de força, motores para veículos, motor a diesel para navios, fundição de cobre e *exchangers* eletrônicos.

35. Os montantes destas quatro modalidades de assistência financeira entre 1985 e 1988 foram em trilhões de won de, respectivamente, 1,6 (80% dos quais para navegação e construção civil no exterior), 4,2, 0,5 e 1,0 -- totalizando algo em torno de US\$ 10 bilhões (Nam, 1991, p. 25).

Tabela 40  
TENDÊNCIAS MONETÁRIAS (Crescimento anual em %)

	1981	1982	1983	1984	1985
Crédito Doméstico A (1)	31	25	16	13	18
Crédito Doméstico B (2)	34	30	19	21	23
Crédito Doméstico C (3)	41	39	26	34	29
Crédito Doméstico A					
Crédito ao setor privado	26	25	18	14	19
Crédito ao setor público	138	24	-7	-2	2

Nota: 1) Crédito doméstico A é o crédito ofertado pelas instituições bancárias.

2) O crédito doméstico B inclui também o crédito concedido pelas IFNBs.

3) O crédito doméstico C mede apenas o crédito ofertado pelas IFNBs e Instituições Financeiras de Desenvolvimento, tais como o Korea Development Bank.

Fonte: World Bank (1987, v. II, p. 55).

Tabela 41  
PARTICIPAÇÃO DOS 30 MAIORES CONGLOMERADOS ECONÔMICOS NO  
CRÉDITO BANCÁRIO (1)

Ano	Crédito Bancário Total (em trilhões de Won)	Crédito Bancário para os 30 Maiores Conglomerados	
		Em relação ao crédito bancário total (%)	Em relação ao PNB (%)
1986	63.20	25.30	17.70
1987	70.97	21.60	14.50
1988	84.26	23.30	15.50

Nota: 1) Compreende empréstimos e garantias de pagamento concedidos pelos bancos comerciais com rede nacional de agências.

Fonte: Monthly Review (May 1989).

Por sua vez, o BOK teve uma importante contribuição nas operações de racionalização das indústrias: forneceu créditos especiais da ordem de 3 trilhões de won (US\$ 3,5 bilhões) a juros de 3% a 6% ao ano e absorveu 42% das perdas referentes à assistência financeira canalizada para esta finalidade -- cerca de US\$ 220 milhões.

Na década de 80, o governo se empenha também em restringir o acesso dos conglomerados econômicos ao crédito bancário. Face entretanto à centralidade dos *chaebols* na estrutura responsável pela manutenção de taxas elevadas de crescimento da produção e das exportações, acabou por prevalecer uma política de crédito do tipo *stop and go* para estes grupos, insuficiente para alterar o perfil de distribuição dos empréstimos segundo o porte das empresas. Em 1988, os 30 maiores conglomerados (sob o critério do valor dos ativos no final de 1987) absorveram cerca de 23,3% do crédito bancário total (empréstimos mais garantias de pagamento), enquanto os cinco primeiros (Samsung, Daewoo, Hyundai, Lucky-Goldstar e Hanjin) se apropriaram de uma parcela de 12,4% (tabela 41).

Por último, cabe um comentário sobre a evolução das taxas de juros. Salvo pelos rendimentos dos *bonds* no mercado secundário, de alguns papéis negociados no *money market* e de aplicações em companhias de investimento em *trust*, as taxas de juros ativas e passivas das instituições financeiras licenciadas estiveram sob o estrito controle das autoridades monetárias (Nam, 1991, p. 4). Como resultado da combinação entre o amplo controle governamental sobre as taxas nominais de juros e uma inflação crônica, as remunerações reais dos depósitos e dos empréstimos se mostraram em geral negativas até 1980, exceto para os anos subsequentes à reforma financeira de 1965 -- conhecidos como *o período de altas taxas de juros*.<sup>36</sup>

A partir de 1981, as taxas reais se tornariam positivas: as de depósitos de poupança apresentaram uma média entre 1981 e 1989 de quase 5% (atingindo 7,3% em 1986), enquanto as dos empréstimos bancários gerais entre 1982 e 1989 situaram-se na

---

36. Entre 1954 e 1964 e entre 1972 e 1981, as taxas reais de juros dos depósitos a prazo de um ano foram em média de -10,7% e de -3,4%, enquanto as de desconto de *commercial bills* não-preferenciais foram de -7,3% e -1,7%. No período entre 1965 e 1971, estas taxas de juros seriam positivas -- respectivamente 10,0% e 9,5%. De acordo com Hong, estas avaliações superestimam a taxa efetiva, uma vez que são maiores do que a média ponderada do conjunto das taxas reais de juros cobradas nas diversas modalidades de empréstimos das instituições bancárias. Por exemplo, de 1975 a 1978, as taxas de juros dos empréstimos para exportação e para investimentos em indústrias-chaves oscilaram entre 8% e 13%, a taxa média dos empréstimos gerais dos DMBs ficou em torno de 17% e o custo médio dos empréstimos para a manufatura situou-se em 12,6%, enquanto a variação anual do IPA e as taxas de empréstimos no *curb market* foram em média de, respectivamente, 16% e 40%.

faixa de 5,0% a 8,8% (tabelas 17 e 19).<sup>37</sup> O comportamento do custo efetivo em termos reais dos empréstimos externos na década de 70 foi semelhante: média de -3,0% entre 1971 e 1975 e -2,7% entre 1976 e 1980 (tabela 10).<sup>38</sup> Com a elevação das taxas de juros internacionais e com as desvalorizações cambiais no início dos anos 80, este quadro seria revertido e o custo real médio destes empréstimos eleva-se para 11,3% entre 1981 e 1983.

Atualmente as taxas de juros dos empréstimos e descontos supridos com fundos bancários são definidas pelos bancos individualmente, sujeitas porém ao monitoramento do BOK. Em 1990, as taxas de juros dos empréstimos bancários com prazo de até um ano situaram-se na faixa entre 10,0% e 12,5% ao ano (variando segundo as características dos tomadores) e as dos empréstimos com fundos para equipamentos oscilaram entre 10,5% e 13,0%. Por sua vez, as taxas de juros dos depósitos em moeda doméstica e em moeda estrangeira são definidas pelos bancos individuais a partir do teto fixado para cada tipo de depósito pelo MB.<sup>39</sup>

## 2. Os mercados de *securities*

Os mercados de *securities* compreendem os mercados primários e secundários de ações e *bonds*. Os negócios com ações são realizados na *Korea Stock Exchange* (KSE) ou no mercado *over-the-counter* -- mercados que se distinguem basicamente pelas qualificações exigidas para o registro das empresas. Os mercados de *bonds*, por sua vez, operam com *bonds* governamentais, *bonds* públicos (*bonds* de governos locais e de empresas públicas garantidos pelo governo central e *bonds* de estabilização monetária emitidos pelas instituições financeiras) e *corporate bonds*.<sup>40</sup>

O início do mercado de *securities* na Coreia remonta ao período colonial. Com o propósito principal de vender debêntures para financiar as despesas de guerra, as autoridades japonesas formam em 1943 a Chosen Securities Exchange, extinta logo após a libertação do país do jugo colonial. De 1946 até o início de 1956, as debêntures eram negociadas informalmente entre as companhias de *securities*, que as revendiam ao

37. Em 1990, a taxa real dos empréstimos bancários gerais cai para 0,9%.

38. Neste último período, as taxas negativas explicam-se pela combinação entre o congelamento da taxa de câmbio e a superioridade da inflação coreana *vis-à-vis* a inflação americana e japonesa.

39. Os depósitos em moeda estrangeira submetem-se às determinações da Lei de Controle Cambial e das Regulamentações sobre Empréstimos e Depósitos em Moeda Estrangeira. Nos anos 80, as taxas de juros para os depósitos a prazo seriam claramente diferenciadas por sua maturação.

40. O montante de emissão de *bonds* governamentais e de *bonds* públicos garantidos pelo governo é definido anualmente pela Assembléia Nacional, enquanto a emissão de *corporate bonds* é regulamentada pelo Código Comercial.

público no mercado *over-the-counter*. Em março daquele ano, bancos, companhias de *securities* e de seguros se associam para constituir a KSE. Suas operações permanecem restringidas, entretanto, aos títulos governamentais.

As exigências de ampliação da poupança doméstica para o financiamento do primeiro plano quinquenal induzem o governo militar empossado em 1961 a desenvolver o mercado de capitais. Visando a construção de uma base institucional mais adequada para o funcionamento deste mercado, o governo promulga no ano seguinte o *Securities and Exchange Act* e adota medidas adicionais para encorajar os negócios com *securities* (como a reavaliação monetária dos ativos reais e a garantia do pagamento de dividendos aos acionistas de empresas governamentais). Os procedimentos que o regulamentavam (como por exemplo a liquidação dos negócios no final do mês) fomentavam, porém, a especulação excessiva e a manipulação, fatores que se encontram na raiz do colapso nos preços das ações no fim de 1962 que culmina com a suspensão das operações em bolsa por três meses no ano seguinte. Em maio a KSE reabre sob o controle estrito do governo (inclusive patrimonial) visando resgatar a credibilidade do mercado.

Como registram Cole & Park, o mercado de *securities* neste período defrontava-se com vários obstáculos para se converter em fonte relevante de mobilização de fundos: primeiro, a oferta limitada de *securities* atraentes, uma vez que as poucas famílias que monopolizavam a propriedade das grandes empresas resistiam à abertura do capital ou por temerem a perda do controle e da gestão ou devido às obrigações de pagamento de dividendos e de publicidade das informações a respeito da situação contábil das firmas;<sup>41</sup> segundo, as aplicações em terras e imóveis, nos mercados monetários não-regulamentados e, a partir de 1965, nos depósitos a prazo junto aos bancos apresentavam retornos esperados mais vantajosos. Ademais, até 1968, o "mercado" de *bonds* restringia-se à aquisição forçada pelas instituições financeiras e pelos credores do governo de títulos emitidos por este ou por outras entidades públicas -- invariavelmente para o financiamento do déficit ou de projetos específicos.

O 2º Plano Quinquenal (1967-1971) contribuiria para a ligeira alteração deste quadro. O reconhecimento de que o recurso ao crédito bancário doméstico e aos empréstimos externos para o *funding* dos investimentos previstos neste plano implicaria um perfil financeiro temerário para as empresas -- alto *leverage* e exigíveis

---

41. O aumento do capital acionário raramente era levantado através de oferta pública, efetivando-se quase sempre no âmbito familiar.

concentrados no curto prazo - compele o governo a adotar a partir de 1968 um conjunto de medidas direcionado para a promoção do mercado de *securities*. Além de diversificar as fontes de financiamento, o governo visava reduzir a concentração da propriedade nas empresas. Em setembro deste ano, é promulgada a Lei de Fomento aos Mercados de Capital, através da qual a estrutura institucional é reformulada de modo a incentivar simultaneamente as grandes empresas a abrirem o capital e os poupadores a adquirirem *securities* (Bank of Korea, 1990a, p. 78).

O governo adotaria ainda diversas outras medidas para desenvolver o mercado de capitais, como por exemplo a garantia de pagamento de dividendos de 10% do valor das ações aos acionistas privados das empresas controladas pelo governo,<sup>42</sup> a prioridade aos empregados de subscreverem até 10% do valor das novas emissões de ações, a prerrogativa concedida ao Ministério das Finanças (MOF) de vender ao público ações de propriedade do governo por valores abaixo do preço de mercado, os incentivos tributários para as empresas abrirem o capital e para o poupador investir em *securities*,<sup>43</sup> a venda de novas emissões a preços inferiores aos de mercado,<sup>44</sup> e restrições à posse especulativa de imóveis e aos empréstimos aos *money markets* não-regulamentados.<sup>45</sup> Beneficiaria ainda as aplicações no mercado de *securities* o rebaixamento progressivo a partir de 1969 das taxas de juros dos depósitos bancários de maior maturidade -- ainda que tal medida não tenha sido empreendida com este propósito.

---

42. Em agosto de 1974, os dividendos passam a se equiparar com as taxas de juros de depósitos de um ano.

43. O tratamento preferencial das empresas de capital aberto consistia em alíquotas menores e pagamento parcelado do imposto de renda e taxas especiais de depreciação dos ativos fixos. Já o investidor em *securities* era beneficiado com a isenção tributária dos dividendos para acionistas com menos de 3% do total das ações e também dos juros dos *bonds* das empresas vendidas através de instituições financeiras para investidores com menos de 10% do total de *bonds* emitidos.

44. Embora estimulasse a demanda por criar a expectativa de ganhos de capital quando as ações fossem comercializadas no mercado secundário, o *underpricing* de novas emissões de ações mostrou-se inadequado por induzir à especulação (inclusive com transações ilegais fora da bolsa) e por inibir novas emissões -- uma vez que elevava o custo de captação de fundos.

45. O governo penaliza as inversões especulativas em imóveis elevando a partir de 1968 as alíquotas tributárias incidentes sobre os ganhos de capital e aumentando em 1974 as taxas tributárias sobre a posse e a venda de terras ociosas e habitações de luxo. Por sua vez, os mercados de crédito não-regulamentados seriam desarticulados temporariamente pelo Decreto Presidencial de Emergência de agosto de 1972 que, facilitando as condições de repagamento dos empréstimos tomados pelas empresas (alongamento compulsório do prazo de amortização, concessão de uma carência de três anos, repactuação dos juros a níveis baixos) e forçando a conversão dos empréstimos do mercado monetário informal "disfarçado" (concedidos pelos grandes acionistas e executivos às suas empresas) em subscrição de capital, contrai o valor capitalizado dos ativos e amedronta os poupadores a alocarem seus recursos nestes mercados. A autorização para o funcionamento de novas IFNBs neste mesmo ano dificultaria ainda mais as operações no *curb market*. Não obstante estes entraves, este mercado enceta uma recuperação ainda em 1973.

O período entre 1968 e 1972 assiste também ao empenho do governo na formação de novas instituições engajadas no fortalecimento do mercado de capitais. A Corporação de Investimento da Coréia (CIC), cuja criação em 1968 se dá sob o amparo da Lei de Fomento aos Mercados de Capital, incluía entre suas atribuições as operações de *underwriting*, a garantia de *bonds* das corporações, o crédito para a subscrição de ações ofertadas ao público, a concessão de empréstimos gerais colateralizados em determinadas *securities*, e a negociação de ações voltada para a estabilização dos preços.<sup>46</sup> Dois anos depois, o governo introduz os *trusts* de investimento em *securities* com o propósito, no qual é bem sucedido, de viabilizar o acesso do pequeno poupador ao mercado de capitais e de alargar a demanda por estes ativos. As companhias de *securities*, por sua vez, seriam incentivadas a expandir seu capital através da associação com seguradoras e com o Korea Trust Bank.

Em fevereiro de 1969 o governo tenta eliminar uma rotina que magnificava a especulação no mercado secundário de ações -- o sistema *forward* de transação, através do qual a entrega e o pagamento das ações só se efetivavam dois meses após o contrato. O sistema *regular way transactions* que o substituiu estipulava a entrega num prazo de dois dias úteis, e só não incidia sobre a Corporação de Financiamento de *Securities* da Coréia (CFSC), "autorizada a se engajar, através das companhias de *securities*, no empréstimo *forward* de ações e dinheiro para vendedores e compradores".<sup>47</sup> Como era previsível, as operações mediadas pela CFSC preponderaram, tornando inócua a alteração do sistema. Apenas em junho de 1971 os financiamentos desta instituição seriam restringidos às transações na margem,<sup>48</sup> convertendo-se o crédito para a liquidação das operações em empréstimos colateralizados em *securities*.<sup>49</sup>

Apesar dos esforços governamentais, o mercado de capitais na Coréia era ainda bastante restrito em 1972. Limitava-se a um mercado secundário de títulos públicos

---

46. Esta entidade, que havia sido criada com capital subscrito pelo governo e bancos privados para dinamizar os negócios com *securities*, funcionaria até 1976 (Cole & Park, p. 90).

47. Hoje em dia há dois tipos de transação no mercado secundário de ações: o *regular way transactions*, predominante, e o *spot transactions*, com entrega e liquidação realizadas, respectivamente, três dias após (antes eram dois dias) e no dia do contrato.

48. Introduzidas em 1971 de acordo com o sistema de *regular way transactions*, as transações na margem (*margin transactions*) permitiam aos compradores de ações de empresas qualificadas pagarem apenas uma parcela do montante devido, sendo o saldo remanescente financiado por uma companhia de *securities*, que por sua vez tomava emprestado da CFSC (Bank of Korea, 1990a, p. 81).

49. Ver Cole & Park, pp. 90-1. Estes autores criticam, ainda, o procedimento utilizado no cálculo do preço de emissão das ações pois, além de se apoiar no valor dos ativos (e não nas expectativas de retorno) e na capitalização à taxa de juros controlada pelo governo, ignorava as especificidades das empresas quanto aos riscos, potencial de crescimento e

emitidos desde a guerra civil -- até então inexistia um mercado de títulos de empresas privadas -- e a um mercado acionário com volume baixo de negócios. Uma vez que o elenco de medidas de incentivo ao mercado de ações adotado entre 1968 e 1972 estava atuando mais intensamente pelo lado da demanda,<sup>50</sup> o governo promulga a Lei do Induzimento à Abertura de Capital em dezembro de 1972, concedendo ao MOF a prerrogativa de "designar corporações elegíveis e (de) forçá-las a abrirem o capital" (Cole & Park, p. 91). Eram elegíveis as empresas que, apresentando perspectivas favoráveis de desempenho no mercado de ações, fossem altamente endividadas junto aos bancos domésticos ou no exterior, ou cujos empréstimos no *curb market* reescalados por ocasião do decreto de emergência superavam os 100 milhões de won. Além de incorrer em taxas mais altas de imposto de renda, as empresas designadas que não ofertassem suas ações ao público teriam o acesso ao crédito bancário dificultado.

Estas medidas impulsionariam significativamente o mercado de ações já em 1973. Obstruía, porém, o crescimento da emissão de novas ações a escassez de instituições capazes ou interessadas em conduzir operações de *underwriting*. A despeito da criação do Conselho de *Underwriting* de *Securities* pela CIC em 1969, composto por bancos, seguradoras e companhias de *securities*, os negócios com *underwriting* não deslancham em consequência do desinteresse dos dois primeiros e da capitalização insuficiente das últimas. Para superar este obstáculo, o governo concebe em 1974 um novo sistema de *underwriting*, envolvendo o financiamento da CFSC e a participação conjunta da CIC, grandes companhias de *securities*, bancos, companhias de investimento e financiamento, e seguradoras. A organização do sindicato e a administração do *underwriting* eram incumbência de uma das instituições que participavam do *pool* -- em geral a CIC ou uma companhia de *securities* experiente e sólida. O apoio financeiro da CFSC, embora insuficiente, foi decisivo para a expansão destas operações, e contribuiriam para que os *underwriters* atuassem como estabilizadores do mercado (tabela 42).<sup>51</sup>

O mercado de *corporate bonds*, por sua vez, ganharia alento a partir de 1972 (tabela 43). Ao cenário que combinava ampliação da necessidade de fundos derivada do crescimento acelerado da economia, rebaixamento das taxas de juros dos DMBs (que

---

situação financeira -- motivo pelo qual nos anos 70 algumas empresas tinham suas ações cotadas no mercado secundário logo após sua emissão a um valor muito superior, enquanto outras eram negociadas a um preço menor.

50. A superioridade da taxa de expansão da demanda das ações *vis-à-vis* a da oferta se expressa no forte aumento de seus preços. Em 1972, enquanto o rendimento dos dividendos era de 20% do valor ao par, o preço das ações duplica.

ocorre em 1971 e 1972) e desarticulação do *curb market* é adicionado o sistema de garantia de *bonds* emitidos por empresas -- introduzido pela CIC em 1972. Assim, a emissão de *bonds* converte-se numa fonte atraente de captação de recursos para as empresas.<sup>52</sup> Todavia, a debilidade do mercado secundário, ao concentrar a emissão em *bonds* de curto prazo, constituía um empecilho ao aprofundamento do mercado de emissão.

O crescimento acelerado do mercado de *securities* (tabela 44) levaria o governo a promover em dezembro de 1976 uma revisão profunda no *Securities and Exchange Act* com o objetivo de criar um quadro institucional que protegesse os investidores e assegurasse o funcionamento ordenado e eficiente deste mercado. Através desta reforma, são instituídos em fevereiro do ano seguinte a *Securities and Exchange Commission* e seu corpo executivo, o Conselho Supervisor de *Securities*, encarregados de administrar e supervisionar o mercado de *securities* e as instituições que envolve. Reformulam-se as exigências de auditoria e de publicação de informações financeiras para as empresas e são criadas novas regulamentações para a subscrição de ações e para o sistema de transações na margem.

Nos anos 70, o governo combinou, portanto, medidas de incentivo e coercitivas para promover o mercado de *securities*.<sup>53</sup> Inequivocamente, tais medidas representaram um passo importante para o desenvolvimento deste mercado e para a diversificação das fontes de financiamento das empresas. Os avanços foram, porém, limitados já que não se traduziram no ingresso substancial de novos recursos, nem tampouco na desconcentração da propriedade ou na redução do endividamento das empresas.<sup>54</sup>

O volume de fundos levantado pelas empresas no mercado primário de *securities* cresceu de 0,1% do PNB em 1971 para 2,7% em 1978 e 1979.

- 
51. Em 1976 o número de corporações listadas na bolsa e o valor das novas emissões aumentam, respectivamente, mais de 300% e quase 1100% em relação aos níveis de 1972. Por sua vez, o valor total de mercado das ações cresce quase 600%.
52. O rendimento dos *bonds* das empresas se fixaram entre 20% e 21% entre 1973 e 1978 – nível ligeiramente inferior ao rendimento dos títulos públicos e do governo e razoavelmente superior às taxas de juros de depósitos (Cole & Park, pp. 97-101).
53. Como ressaltam Cole & Park (p. 109), os mercados de *securities* de longo prazo foram "em muito um produto dos incentivos e do desígnio governamentais".
54. Cole & Park (pp. 73, 83-109) atribuem o resultado insatisfatório do mercado de capitais ao controle onipresente do governo sobre o sistema financeiro, à inflação e aos vínculos diretos que associavam intimamente governo e dirigentes dos *chaebols*. Sobre a performance do mercado de *securities* na década de 70, ver também Nam (1991, p. 2) e Roh (1990, pp. 5 e 7).

**Tabela 42**  
**DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE AÇÕES (1968 a 1992)**

Ano (dezembro)	Num. de Cias. registradas	Num. de acionistas (milhares)	Valor de mercado total (% PNB)	Turnover (% valor de mercado)	Índice agregado (1) de preço das ações	Taxa de dividendo	Relação preço/ lucro
1968	34.0	40.0	3.9	48.0		13.7	
1969	42.0	54.3	4.0	55.0		12.6	
1970	48.0	76.3	3.6	46.0		17.0	
1971	50.0	81.9	3.2	37.0		18.4	
1972	66.0	103.3	5.9	38.8		13.8	
1973	104.0	200.0	7.9	44.5		7.3	
1974	128.0	199.6	7.1	38.1		13.2	4.8
1975	189.0	290.7	9.1	48.3		12.0	5.3
1976	274.0	568.1	10.4	53.7		12.7	6.6
1977	323.0	395.3	13.2	78.0	134.0	14.2	5.9
1978	356.0	963.0	12.1	66.4	145.0	12.9	5.9
1979	355.0	872.1	8.5	52.5	119.0	17.8	3.8
1980	352.0	753.3	6.9	44.4	107.0	20.9	2.6
1981	343.0	696.3	6.6	85.7	131.0	16.3	3.1
1982	334.0	682.2	6.5	66.1	127.0		3.4
1983	328.0	708.5	5.7	53.8	121.0		3.8
1984	336.0	723.7	7.8	74.2	142.0		4.5
1985	342.0	722.0	9.0	66.0	163.0	6.0	5.2
1986	355.0	1411.0	14.3	80.0	273.0	4.8	7.6
1987	389.0	3102.0	26.8	78.3	525.0	2.9	10.9
1988	502.0	8541.0	52.2	140.0	907.0	2.6	11.2
1989	626.0	19014.0	67.7	107.0	910.0	2.3	13.9
1990	669.0		47.0	65.0	696.0		
1991	686.0		36.9	79.0	611.0		
1992			36.8	107.0	678.0		

Nota: 1) Índice 100.0 em 4 de janeiro de 1980.

Fontes: KEB (1986), Monthly Review (n. 4);  
 Economic Bulletin (Dezembro de 1991);  
 Cola & Park;  
 Amuden & Esh (1990; 1993);  
 Lucky Securities Co.;  
 Kwack (1990b, p. 108).

Tabela 43  
**EMISSÕES DE BONDS**

unidades: bilhões de Won, %

Ano	Bonds Públicos e do Governo (A)	Corporate Bonds (B)	Total (C)	A/C	B/C	A/PNB	B/PNB
1972	98.6	9.9	108.5	90.9	9.1	2.4	0.2
1975	154.3	33.5	187.8	82.2	17.8	1.5	0.3
1980	1484.5	953.7	2438.2	60.9	39.1	4.0	2.6
1981	2469.4	1036.1	3505.5	70.4	29.6	5.4	2.3
1982	3500.1	2093.1	5593.2	62.6	37.4	6.7	4.0
1983	2668.1	1497.2	4165.3	64.1	35.9	4.3	2.4
1984	4417.5	1859.9	6277.4	70.4	29.6	6.3	2.7
1985	5329.3	3219.0	8548.3	62.3	37.7	6.8	4.1
1986	7892.7	2729.1	10621.8	74.3	25.7	8.7	3.0
1987	15552.4	3189.6	18742.0	83.0	17.0	14.7	3.0
1988	23848.3	4244.3	28092.6	84.9	15.1	18.9	3.4
1989	30100.6	6959.0	37059.6	81.2	18.8	21.2	4.9

Fonte: KEB (1990), Monthly Review (n. 2, p. 5).

Tabela 44

FUNDOS LEVANTADOS PELAS EMPRESAS NOS MERCADOS DE  
SECURITIES (em bilhões de Won)

Ano	Bonds	Ações	PNB	Bonds / PNB (%)	Ações / PNB (%)
1968		20.5	1653		1.24
1969		8.4	2155		0.39
1970		7.2	2736		0.26
1971		2.9	3375		0.09
1972	9.9	14.8	4154	0.24	0.36
1973	3.5	51.1	5379	0.07	0.95
1974	27.9	46.4	7503	0.37	0.62
1975	33.5	122.8	10065	0.33	1.22
1976	86.3	175.9	13818	0.62	1.27
1977	176.5	186.0	17807	0.99	1.04
1978	326.3	326.7	24002	1.36	1.36
1979	624.9	216.7	30802	2.03	0.70
1980	936.7	171.1	36750	2.55	0.47
1981	1036.1	306.1	45528	2.28	0.67
1982	2093.2	276.9	52182	4.01	0.53
1983	1497.2	462.6	61722	2.43	0.75
1984	1804.1	479.1	70084	2.57	0.68
1985	3219.0	294.6	78088	4.12	0.38
1986	2728.9	840.8	90599	3.01	0.93
1987	3189.6	1898.7	106024	3.01	1.79
1988	4244.3	7770.1	126231	3.36	6.16
1989	6959.0	14669.2	141794	4.91	10.35
1990	11084.0	2918.0	171488	6.46	1.70
1991	12741.0	2687.0	206681	6.16	1.30

Fontes: Bank of Korea (dez 1992);

Kim, Young-Soo (Quarterly Review 1993);

Know, Il-Min ( Monthly Review 1990);

Cole & Park (p. 103).

Com as medidas de incentivo ao mercado de capitais, a participação das emissões de ações e de *bonds* no *financiamento externo* das empresas atinge 28% em 1972 -- entre 1964 e 1968 esta participação havia declinado de 26% para 8% em função da "política de taxas de juros altas e dos volumosos influxos de capital do exterior de meados dos anos sessenta". O ingresso maciço de empréstimos externos e o crescimento das operações de crédito das IFNBs rebaixariam esta parcela para 12% em 1974 e 16% em 1975, sendo que nos três anos subseqüentes a participação retomaria os níveis anteriores -- na faixa entre 24% e 27% (Cole & Park, pp. 97-105).

Grande parte do crescimento do mercado de *securities* deve ser atribuída à expansão nas emissões de *corporate bonds*, garantidos em geral pelas instituições financeiras. As emissões destes títulos, que quando são iniciadas em 1972 equivaliam a 0,3% do PNB, atingem 4% em 1982.<sup>55</sup> Por sua vez, as emissões de ações passam de 0,4% do PNB em 1969 para uma média de 1,3% entre 1975 e 1978.<sup>56</sup> Neste último ano, os mercados primário e secundário de ações atingem os níveis máximos da década.<sup>57</sup> Com a desaceleração do crescimento desencadeada pelos choques externos em 1979, estes mercados apresentariam uma performance sofrível nos anos subseqüentes.<sup>58</sup>

Na opinião do World Bank (1987, v. I, p. 11 e 112), os mercados acionários na Coreia mostrar-se-iam "ainda rudimentares" em meados dos anos 80, imputando esta incipiência à farta disponibilidade de crédito subsidiado aos setores preferenciais e à parceria governamental implícita nos riscos dos empreendimentos.<sup>59</sup> O mercado secundário era estreito e concentrado na comercialização de ações dos grandes conglomerados controlados por poucos acionistas: em 1982, a relação entre o número

- 
55. No biênio 1977/1978, as emissões de *bonds* representaram quase 50% dos fundos levantados pelas empresas nos mercados de *securities*. O crescimento lento dos títulos públicos e governamentais deve-se às baixas *coupon rates*, razão pela qual eram adquiridos preponderantemente por instituições financeiras controladas pelo governo.
56. As emissões de ações contribuíram nas *finanças externas* das empresas (empréstimos das instituições financeiras domésticas, empréstimos do exterior, *securities*, crédito comercial entre empresas e crédito governamental) com 16,5% entre 1963 e 1969, 18,4 entre 1970 e 1979 e 17,7% entre 1980 e 1984 -- equivalendo a algo entre 0,28% e 1,36% do PIB.
57. Entre 1968 e 1978, o número de companhias listadas na KSE salta de 34 para 356, o valor de mercado das empresas cotadas cresce de 3,9% para 12,1% do PNB (graças ao aumento concomitante no preço e na quantidade de ações), o número de emissões passa de 12 para 594 e o número de acionistas se expande de 40 mil para 963 mil (ver tabelas 42 e 44).
58. O montante em won de 1978 das emissões de ações só seria superado em 1983 enquanto o índice agregado do preço das ações da KSE demoraria sete anos para se recuperar. O valor total de mercado do preço das ações em relação ao PNB cai para 5,7% em 1983 (contra 12,1% cinco anos antes).

de ações negociadas e o número médio de ações registradas não atingia 0,07% embora esta relação em termos de valores tenha variado entre 27% e 81% de 1969 a 1982.<sup>60</sup> Uma indicação do grau de concentração na posse de ações é fornecida pela parcela do valor global das ações em mãos de acionistas que possuíam mais de 100 mil ações: embora representando 0,8% do total de acionistas, detinham 56,7% do valor das ações em junho de 1983. Quanto ao perfil dos acionistas, preponderavam neste mesmo ano as pessoas físicas (mais de 50%), seguidas pelas companhias de seguros e outras corporações (entre 23% e 28%).<sup>61</sup>

No que se refere ao conjunto de todos os tipos de *bonds*, a expansão no montante de suas emissões é notável desde meados dos anos 70.<sup>62</sup> Contribuíram para este forte incremento, os títulos das corporações emitidos com garantia de repagamento concedida por instituições financeiras -- cujo montante se expandiu a uma taxa média anual de 89% entre 1975 e 1982, razão do alargamento da participação destes títulos no volume total de títulos emitidos pelas empresas, governo e setor público de 18% para 37%.<sup>63</sup> O desempenho do mercado secundário de títulos neste período também seria excelente, notadamente nos últimos quatro anos, quando os rendimentos atraentes dos *bonds* negociados na KSE e a rápida expansão dos investidores institucionais (companhias de seguro de vida e companhias fiduciárias de investimento em *securities*) elevaram em mais de 2500% o montante negociado de *bonds*.

Nos anos 80, as pressões internas e externas (notadamente do governo americano, do Banco Mundial e do FMI) para ampliar o papel do mecanismo de mercado na organização do sistema financeiro ensejavam um ambiente hostil à

59. Virmani (pp. 43-4, 90) aponta outro fator que obstruía o alargamento do mercado de ações: a volatilidade das taxas de retornos que afastava deste mercado um grande número de poupadores. A variância destas taxas superou a dos *bonds* das empresas em mais de 200% entre 1976 e 1982.
60. Neste último ano, as ações das quarenta maiores companhias coreanas de capital aberto (que perfaziam 12% das companhias registradas na bolsa de valores) representaram cerca de 71% do valor total das ações negociadas.
61. Embora para o registro das empresas em bolsa haja exigências quanto à participação de acionistas minoritários, estas são recorrentemente burladas pelos grupos majoritários através de nomes fictícios. Outro meio, propiciado pela posse de ações de instituições de seguros, *securities*, investimento e poupança por empresas registradas em bolsa, consiste nos acertos dos acionistas majoritários com estas instituições para reduzir sua participação acionária formal (Virmani, pp. 45-6, 92).
62. O estoque total de *bonds* cresceu a uma taxa anual média superior a 65% entre 1975 e 1982, totalizando neste último ano US\$ 5,5 bilhões.
63. Como já mencionado, os bancos são os principais avalistas destas operações. Entre 1976 e 1982, a parcela dos títulos não-garantidos no montante dos títulos das corporações sempre foi inferior a 9% -- em 1982 não atingiu 3% (Virmani, p. 84).

manutenção das políticas de crédito subsidiado aos setores preferenciais.<sup>64</sup> Como alternativa de financiamento que não descursasse do suprimento de capital barato ao setor produtivo, o governo elege o mercado de *securities*, empenhando-se na criação de uma rede de incentivos para promovê-lo. O mercado de ações mostrava-se particularmente apropriado pois atenuava alguns dos problemas herdados da política financeira prevalecente na década anterior, contribuindo por exemplo para a redução no grau de endividamento das empresas (e, portanto, para a configuração de uma estrutura financeira menos instável) e para a desconcentração da propriedade dos grandes grupos econômicos controlados por poucas famílias, além de se constituir numa opção atraente de aplicação aos poupadores (Amsden & Euh, 1993, pp. 380-1, 384).

Junto com as medidas de incentivo no âmbito doméstico,<sup>65</sup> o governo patrocinaria a internacionalização progressiva do mercado de capitais, processo em cujas raízes combinavam-se o crescimento acelerado e a internacionalização da economia coreana e as pressões externas pela abertura dos mercados financeiros. Em 1981, o governo apresenta um plano de longo prazo para a internacionalização do mercado de capitais, e no mesmo ano autoriza a participação indireta (via fundos) de investidores estrangeiros no mercado de *securities*.<sup>66</sup> Quatro anos depois, permite-se às companhias de *securities* estrangeiras a participação acionária limitada na propriedade de companhias de *securities* domésticas.

A abertura do mercado de capitais se aprofundaria na segunda metade da década mercê da situação favorável no balanço de pagamentos: são licenciados novos fundos estrangeiros de investimento (*trust funds* e fundos de investimento) tanto na modalidade *open-end* como na *closed-end* (a exemplo do Korea Europe Fund, criado em março de 1987, e do Korea Asia Fund, de 1991),<sup>67</sup> e formam-se três *matching funds* em junho e

64. Principais beneficiários do racionamento do crédito bancário subsidiado, os *chaebols* viam-se, entretanto, cerceados por esta mesma política em suas decisões de investimento e na diversificação de atividades.

65. Entre as medidas introduzidas pelas autoridades governamentais, destacam-se a adoção em junho de 1983 do valor de mercado como critério de determinação do preço de emissão de ações; a criação em abril de 1987 de um mercado *over-the-counter* para a negociação de ações de pequenas e médias empresas que não satisfizessem os requisitos para ingressarem na KSE; uma nova reforma no Securities and Exchange Act, em novembro deste mesmo ano, orientada pelo propósito de assegurar a transparência e a probidade das operações no mercado; e a liberação dos termos de emissão (inclusive taxas de *coupon*) dos *corporate bonds* em julho de 1988 (os títulos governamentais e públicos garantidos têm ainda suas taxas de *coupon* e de desconto fixadas pelo Ministério das Finanças (Bank of Korea, 1990a, pp. 78-9).

66. Em novembro de 1981, são constituídos dois *investment trusts* do tipo *open-end* (o Korea Trust e o Korea International Trust); em maio de 1984 forma-se o Korea Fund (fundo do tipo *closed-end*), cujas aplicações concentraram-se em ações; no ano seguinte são criados mais três fundos do tipo *open-end*.

67. Em junho de 1990, o capital do Korea Fund, do Korea Europe Fund e do Korea Asia Fund era de, respectivamente, US\$ 150 milhões, US\$ 110 milhões e US\$ 100 milhões.

julho de 1990, cada qual com recursos iniciais de US\$ 100 milhões. Por sua vez, as empresas domésticas teriam permissão para emitir nos mercados financeiros internacionais *bonds* vinculados a ações -- conversíveis (em 1985) e com *warrants* (em 1987) -- e *depository receipts*.<sup>68</sup>

Em dezembro de 1988, o Ministério das Finanças anuncia o "Plano de Internacionalização Gradual do Mercado de Capital", através do qual se estabelece a programação anual para a abertura deste mercado no período entre 1989 e 1992 (Kimn, 1989a; Kyu, 1992, p. 8; Kwon, 1991, pp. 4-5).<sup>69</sup> Em janeiro de 1989, aumenta-se a participação acionária máxima de uma companhia estrangeira no capital das companhias coreanas de *securities* de 5% para 10% (desde que o total da participação de companhias estrangeiras não exceda 40%) e, mais tarde é autorizada a abertura de filiais de companhias de *securities* estrangeiras, a formação de *joint ventures*, e o investimento direto de companhias de *securities*, de companhias fiduciárias de investimento em *securities* e de seguradoras nos mercados de capitais externos até o limite de US\$ 30 milhões. A liberação controlada dos investimentos diretos de não-residentes no mercado de *securities* seria introduzida em janeiro de 1992.<sup>70</sup>

Para compatibilizar o processo de desregulamentação das taxas de juros e a abertura dos mercados cambial e de capitais, o governo institui, em março de 1992, um novo plano de internacionalização do setor financeiro -- o *Blueprint para a Desregulamentação e Abertura do Mercado Financeiro*. Cobrindo um horizonte de médio e de longo prazo, o plano especifica os pré-requisitos macroeconômicos (em termos de balanço de pagamentos, *gap* entre taxas de juros domésticas e internacionais, e níveis inflacionários) de cada uma das três etapas que o compõe.<sup>71</sup>

Graças ao ambiente macroeconômico favorável da segunda metade da década de 80 e sobretudo às mudanças conduzidas pelo governo, o mercado de capitais na Coreia se expande de maneira notável, especialmente entre 1987 e 1989, transformando-se numa fonte importante do passivo das empresas e simultaneamente em poderoso canal de mobilização da poupança doméstica. O montante de novos recursos captados pelas

68. A Samsung Eletronic Co foi a pioneira, emitindo *bonds* conversíveis em novembro de 1985. Até junho de 1990, mais dez empresas lançaram títulos conversíveis ou com *warrant* -- totalizando uma captação de US\$ 370 milhões.

69. Este plano revia e complementava o "Plano de Internacionalização de Longo Prazo do Mercado de Capital" de 1981.

70. Com o duplo propósito de evitar a instabilidade dos mercados e de garantir o controle doméstico das empresas, o governo estabelece tetos para os investimentos estrangeiros diretos nos mercados de capital (os estrangeiros podiam deter agregadamente até 10% do capital de uma empresa e individualmente até 3%).

71. Os períodos a que se refere cada etapa são, respectivamente, 1992 a 1993, 1994 a 1996, e 1997 em diante (Kyu, 1992).

empresas no mercado de *securities* cresce exponencialmente em 1988 e 1989 -- atingindo 9,51% e 15,25% do PNB, contra uma média de 2,8% do PNB entre 1978 e 1981 e 3,94% em 1986. No que se refere aos mercados primário e secundário de ações, ambos recuperam-se a partir de 1984 da crise iniciada em 1979, intensificando seu crescimento no final da década (ver tabelas 42 e 44). O valor de mercado do total de ações registradas na KSE passa de 8,5% em 1979 para 67,7% do PNB em 1989,<sup>72</sup> enquanto o número de empresas listadas salta de 355 para 626 e o volume negociado cresce mais de 6000% no mesmo período. O mercado de ações teria um desempenho excepcional em 1989: as emissões totalizariam 10,34% do PNB -- cerca de US\$ 21,58 bilhões -- e o índice agregado do preço das ações valoriza-se 462%. Com o arrefecimento econômico a partir de 1990, o mercado de ações declinaria (em 1991 o valor de mercado das ações cairia para 36,9% do PNB e o índice de preço do KSE se reduz em mais de um terço do nível de 1989).

A emissão de *bonds* pelas corporações, que oscilaram de 2,0% a 4,9% do PNB entre 1979 e 1989, se elevam para mais de 6% nos dois anos seguintes. Na segunda metade dos anos 80, os *bonds* das corporações teriam que enfrentar a severa concorrência das ações (mercado cuja prosperidade atraía cada vez mais novos recursos) e dos títulos públicos e governamentais. De acordo com o Bank of Korea (1990a, p. 83), "a emissão de *corporate bonds* foi em parte *crowded out* pela emissão de títulos governamentais e públicos, refletindo a expansão notável da emissão de *Bonds* de Estabilização Monetária (BEMs) para absorver a liquidez crescente derivada do superávit no balanço de pagamentos" (tabela 27). Quanto ao mercado secundário de títulos, após a desaceleração entre 1983 e 1986 devido à concorrência de novos ativos financeiros e à política creditícia contracionista, seus negócios seriam beneficiados em 1987 e 1988 pelo aumento da liquidez engendrado pelas contas externas, mas no ano seguinte a emissão copiosa de BEMs interromperia a trajetória ascendente da demanda por *bonds*.

Por sua vez, os mercados primários e secundários de *securities* governamentais cresceriam consideravelmente com o superávit das contas correntes durante a segunda metade dos anos 80 (tabela 43). Até então, estes mercados eram estreitos devido ao efeito contracionista das contas externas sobre a oferta monetária e ao financiamento dos déficits fiscais através de empréstimos diretos do BOK.<sup>73</sup> Com o superávit nas

72. Em 1985, esta proporção era ainda de 8,4%, o que indica o rápido crescimento dos anos subsequentes.

73. Na verdade este segundo fator foi operante nas décadas de 60 e 70, já que nos anos 80 as contas governamentais manter-se-iam razoavelmente equilibradas. Depois de atingir o nível máximo de 41,6% em 1975, a participação dos

contas correntes do balanço de pagamentos a partir de 1986, o BOK recorre à emissão de BEMs como o principal mecanismo de controlar as reservas bancárias. Dada a remuneração inferior destes títulos, as instituições financeiras são pressionadas a comprá-los.

### 3. A estrutura de financiamento das empresas

O padrão de financiamento das empresas reflete, evidentemente, a estrutura do sistema financeiro de um país.<sup>74</sup> No caso coreano, a estratégia desenvolvimentista dos anos 60 e 70 assentou-se amplamente, como vimos, na garantia de suprimento do crédito bancário racionado às indústrias selecionadas com preços preferenciais (subsidiados) administrados pelo estado, incentivo este cuja contribuição foi decisiva para o engajamento das empresas nos ambiciosos projetos de investimento (nem sempre alicerçados em avaliações rigorosas de retorno e risco, como gostam de ressaltar os analistas críticos do intervencionismo estatal coreano) e que redundou em elevados níveis de endividamento das empresas junto ao setor bancário e do país junto ao sistema financeiro internacional (tabela 18).

As características da subdesenvolvida economia coreana no início da década de 60 -- níveis baixos de poupança e de investimento e mercados financeiros rudimentares -- prefiguravam, de certo modo, o perfil financeiro que prevaleceria nestes anos: créditos externos (em geral governamentais) repassados basicamente através de bancos comerciais, especializados e de desenvolvimento de propriedade estatal aos setores designados pelo governo. Na década seguinte, a insuficiência da poupança doméstica para financiar os gastos elevados de investimento nas HCI implicaria o forte crescimento da dívida externa (agora através dos *syndicated loans*)<sup>75</sup> enquanto a emergência de novas IFNBs (como as companhias de investimento e financiamento e as *merchant banking corporations*) diminuiria a proporção dos empréstimos bancários no *funding* das empresas. Estas teriam sua estrutura financeira redefinida nos anos 80, ampliando-se a participação do *financiamento interno* (lucros retidos, depreciação e transferências) e do *financiamento externo direto*, cujas fontes seriam ademais diversificadas (tabelas 45 e 46).

---

empréstimos para o governo nos ativos do BOK cai em 1979 para 21,7%, e em 1987 é de 8,4%. Por sua vez, o montante da dívida governamental equivalia em 1985 a apenas 0,02% dos ativos financeiros (Cargill, pp. 81-2).

74. Nesta seção, apoiamo-nos largamente no trabalho de Roh (1990).

Tabela 45  
 ESTRUTURA DE FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS

	Financiamento Interno (1)	Financiamento Externo (2)
1963-69	33.3	66.7
1970-74	25.7	74.3
1975-79	21.1	78.9
1980	16.4	83.6
1981	19.1	80.9
1982	22.6	77.4
1983	31.8	68.2
1984	33.3	66.7
1980-84	24.6	75.4
1985	35.1	64.9
1986	39.9	60.1
1987	42.0	58.0
1988	40.7	59.3
1985-88	39.4	60.6

Notas: 1) Financiamento interno refere-se ao financiamento através da retenção de lucros, depreciação e transferência.

2) Financiamento externo refere-se ao financiamento doméstico indireto (empréstimos dos DMBs e das IFNBs), financiamento doméstico direto (ações, bonds e commercial papers), empréstimos do exterior, créditos governamentais e crédito entre as empresas.

Fonte: KEB (1990), Monthly Review (n.4).

Tabela 46  
**FONTE DE FINANCIAMENTO EXTERNO DAS CORPORações (em %)**

	1963-69 (1)	1970-74	1975-79	1985-89
Empréstimos (indireto)	39.8	43.2	39.3	41.0
DMBs (2)	29.4	30.8	24.9	24.2
IFNBs (3)	10.4	12.4	14.4	16.7
Securities (direto)	17.2	20.9	25.7	42.4
Commercial Papers	0.0	0.7	2.0	5.4
Bonds	0.7	1.7	3.9	10.8
Ações	16.5	18.6	18.3	22.3
Empréstimos do exterior	26.3	20.0	16.1	2.1
Outros (4)	16.7	15.9	18.9	14.5

Notas: 1) Os dados de 1963 a 1969 são para corporações legais, enquanto os demais são para todas as empresas.

2) DMBs designam Deposit Money Banks.

3) IFNBs designam as Instituições Financeiras Não Bancárias.

4) Outros incluem crédito governamental, empréstimos do curb market, etc.

Fonte: KEB (1988), Monthly Review (n. 4);

KEB (1990), Monthly Review (n. 2).

Examinemos mais detalhadamente primeiro as especificidades da estrutura financeira das firmas antes de 1980. Três traços distintivos conformam o padrão de financiamento no período compreendido entre a ascensão dos militares ao poder e a flexibilização financeira entabulada no início dos anos 80: a alta alavancagem financeira do setor manufatureiro, a preponderância do financiamento indireto e a contribuição dos empréstimos externos.<sup>76</sup>

Durante a execução do terceiro e quarto planos quinquenais, é reforçada a tendência ascendente da relação dívida/patrimônio líquido para as indústrias manufatureiras que vigorava desde meados dos anos sessenta (tabelas 18 e 45).<sup>77</sup> Incluem-se entre as causas da prevalência de *fontes externas* na estrutura de financiamento das firmas a escala dos investimentos, a política de crédito preferencial,<sup>78</sup> e a discriminação do sistema tributário contra o aumento de capital -- que tributava dividendos e lucros retidos e deduzia do lucro tributável as despesas com juros (Roh, 1990).

À preponderância das *finanças externas*, somava-se o predomínio das *finanças indiretas*, que entre 1963 e 1992 representaram em média 40% daquelas (ver tabelas 21 e 46). Graças ao repasse de empréstimos estrangeiros e à captação de parcela significativa da poupança doméstica na forma de depósitos a prazo, os bancos comerciais de âmbito nacional e os bancos especializados (ambos sob controle estatal) lideraram o suprimento de crédito às empresas no tosco cenário financeiro coreano dos anos 60, superando em quase 200% o montante de crédito concedido pelas instituições financeiras não-bancárias. Com a constituição de novas IFNBs na década seguinte, estreitou-se o diferencial até este se inverter em seu favor no quinquênio 1980/84.

- 
75. Apesar do notável incremento da dívida externa, a participação do endividamento externo no passivo das empresas apresenta uma trajetória declinante a partir de 1970, devido talvez ao fato de que as empresas tinham acesso aos recursos do exterior através dos repasses dos bancos domésticos.
76. Roh inclui entre as características do comportamento financeiro das empresas nos anos 70 a negligência na avaliação dos riscos e retornos dos projetos. A política de crédito preferencial a setores selecionados pelo governo, ao reduzir artificialmente o custo do capital (em muitos anos da década de 70 a taxa real de juros dos créditos bancários, principal fonte de financiamento das empresas, foi negativa), teria viabilizado financeiramente a execução de projetos de baixa eficiência econômica, rebaixando a eficiência marginal dos investimentos.
77. Cabe registrar a ressalva apontada por Virmani (pp. 46-47) a respeito do elevado grau de endividamento das empresas coreanas *vis-à-vis* o das de outros países, contraste quase sempre explicado pela farta disponibilidade de crédito subsidiado na Coreia. Segundo ele, este indicador no caso coreano estaria superestimado porque, além das distorções derivadas da inflação, o valor do capital utilizado é extraído de registros contábeis que, em função dos incentivos tributários referentes à concessão de taxas aceleradas de depreciação para os investimentos (de 40% a 80% maior do que a taxa real), subestimam o patrimônio líquido.
78. De acordo com alguns autores esta política teria incentivado o desvio de recursos próprios das firmas para especulação no mercado imobiliário.

No que se refere ao financiamento direto, houve um avanço expressivo do mercado de *securities* nos anos 70. Na segunda metade desta década, esta modalidade de financiamento respondeu por pouco mais de um quarto dos *fundos externos* das empresas, contra uma participação média entre 1963 e 1969 de 17,2%. A emissão de ações predominava na composição das finanças diretas (71,2%), seguida pelos *bonds* (15,2%) e *commercial papers* (7,8%), cabendo ressaltar que a contribuição destes dois últimos tinha sido insignificante nos anos 60.

Dada a limitada capacidade doméstica de poupança, as altas taxas de crescimento do PIB e o elevado coeficiente de investimento não teriam se efetivado sem o volumoso aporte de capital estrangeiro na forma de *syndicated loans*, a terceira característica do padrão de financiamento das empresas anterior a 1980. Como observa Roh, num momento em que o mercado de *eurodollar bond* engatinhava, e a cujo acesso os países não-desenvolvidos encontravam sérias dificuldades, os créditos concedidos por sindicatos de bancos internacionais, em geral com o aval do governo coreano, foram decisivos não apenas para sancionar as decisões de investimento dos planos quinquenais, como também para atenuar as perdas no produto que as políticas de ajustamento aos choques externos implicavam.<sup>79</sup> O crédito externo desempenhou, ainda, um papel importante na estratégia dos *chaebols* de penetração nos mercados internacionais, endossando-a financeiramente.<sup>80</sup>

A julgar pela competitividade internacional das empresas coreanas, parece ter sido satisfatório o arranjo de financiamento assentado predominantemente no crédito bancário com alocação e termos regulamentados estritamente pelo governo. A especificidade das condições que haviam tornado funcional este arranjo só seria desvelada, entretanto, com a recessão internacional e doméstica nos primeiros anos da década de 80. Estes acontecimentos explicitariam a vulnerabilidade deste arranjo ao arrefecimento econômico. Incapazes de honrar os onerosos compromissos financeiros contraídos no período de *boom* e de crédito farto (muitas vezes a taxas flutuantes) devido à contração das receitas imposta pela recessão, diversas indústrias escaparam da falência graças unicamente ao socorro financeiro dos bancos e do governo. Casos exemplares dessa situação foram os setores de construção civil e naval. Quando o aumento das taxas de juros internacionais (uma variável decisiva na determinação de

---

79. Nos períodos que se seguem a estes eventos, o influxo de recursos (cuja magnitude pode ser aferida pelos saltos no crescimento da dívida externa) abreviou e aliviou o processo de estabilização.

80. Analogamente, mercê desses empréstimos as construtoras puderam exportar seus serviços para atender a demanda dos países exportadores de petróleo.

suas receitas e despesas) e a queda no preço do petróleo (fator determinante na renda de um de seus principais clientes) agravaram o *cashflow* das construtoras altamente endividadas junto ao sistema bancário internacional (não raro com cláusula de juros flutuantes), o governo foi compelido a socorrê-las e a reestruturá-las, entre outras razões por ter avalizado os empréstimos externos. Analogamente, não se entregou ao mercado a resolução dos embaraços financeiros em que se enredou a indústria de construção naval na virada da década, quando a retração da demanda internacional conjugou-se à maturação dos vultosos investimentos na expansão da capacidade produtiva financiados pelo crédito farto e barato nos anos 70.

Ainda na primeira metade dos anos 80, porém, o recrudescimento do comércio internacional e o êxito da política de estabilização removem os principais entraves à retomada do crescimento econômico acelerado na Coreia. Em particular, os problemas relativos ao estrangulamento cambial se esvanecem gradativamente em função do crescimento rápido das exportações, que culmina com os expressivos saldos em conta corrente entre 1986 e 1989 -- carreados em parte para o resgate da dívida.

Nos anos 80, o novo cenário internacional e as mudanças na estrutura regulatória e institucional da economia coreana, notadamente de seu sistema financeiro,<sup>81</sup> repercutiriam marcadamente no padrão de financiamento das corporações. Uma primeira alteração reporta-se ao deslocamento para as finanças internas, que em poucos anos mais que duplicam sua participação. Contribuíram para a elevação dos fundos próprios das empresas o relançamento da economia na trajetória de crescimento acelerado (para o qual foi decisiva a conquista de competitividade no mercado mundial); a maturação dos pesados investimentos no setor de bens de capital e de insumos básicos (de elevada relação capital/produto) que, avançando na montagem de uma estrutura industrial diversificada e complexa, diminuiu substancialmente as necessidades de *funding* e implicou o alargamento da depreciação como fonte de financiamento (devido ao peso maior dos ativos fixos); e as modificações no sistema tributário.<sup>82</sup> A maior disponibilidade de fundos gerados internamente, resultante da

81. Como vimos, as principais alterações no sistema financeiro nesta década foram a privatização dos bancos comerciais de extensão nacional, a expansão e diversificação das IFNBs, a abertura dos mercados financeiros domésticos, a securitização dos ativos financeiros, a internacionalização dos mercados financeiros, e a desregulamentação progressiva das taxas de juros de empréstimo.

82. A Lei da Tributação das Empresas e a Lei de Controle Regulatório e de Isenção dos Tributos promoveram uma reordenação tributária pautada pelo tratamento preferencial a setores e atividades selecionados na demarcação das despesas dedutíveis. Concessões especiais relativas à provisão de reservas ou ao cálculo das amortizações incidiram sobre as despesas com modernização e avanço tecnológico das indústrias, instalação em regiões incentivadas, investimentos associados à conquista de mercados externos ou empreendidos por pequenas e médias indústrias,

convergência entre a renúncia fiscal, o crescimento da demanda efetiva e a redução nas despesas de investimento, contribuiria para o rebaixamento da alavancagem financeira das empresas em cerca de 40% entre 1980 e 1988 (ver tabela 18).

Conseqüência direta das inovações no sistema financeiro, como a securitização dos ativos e a internacionalização dos mercados financeiros,<sup>83</sup> a relevância crescente das finanças diretas (que culmina com sua prevalência sobre os empréstimos junto às instituições financeiras a partir de 1988) constitui a segunda característica do padrão de financiamento das empresas nos anos 80 (tabelas 21 e 46). O afrouxamento das restrições à participação de não-residentes no mercado de capitais coreano (que deste modo se beneficiou de grandes influxos de capital estrangeiro), as taxas de juros elevadas dos empréstimos bancários e das IFNBs, o elevado endividamento de curto prazo das empresas, e o interesse crescente dos poupadores domésticos em rearranjar seus portfólios contribuíram de modo decisivo para a vigorosa expansão na emissão de *securities* pelo setor empresarial a partir de 1986. Com isso, reduziu-se o custo de capital e simultaneamente a dependência em relação ao crédito das instituições financeiras. Vale lembrar que o elevado grau de endividamento das empresas estava na raiz do empenho governamental em promover o mercado de *securities*, porquanto a diversificação das fontes de fundos tornaria menos frágil a estrutura financeira das empresas e, por conseqüência contra-arrestaria o alto grau de *exposure* que representavam para os bancos.

Quanto à composição das *securities*, durante o quinquênio 1985/89 predominaram as emissões líquidas de ações (52,6%), enquanto os *bonds* e *commercial papers* contribuíram com 25,5% e 12,7%. Os *commercial papers* (ou *industrial papers*) tomam-se relevantes nas *finanças externas* das empresas a partir de 1980, e ao longo da década responderiam em média por 13,4% das *securities*, cabendo ressaltar a performance adversa nos anos de 1984, 1985 e 1987, quando as emissões líquidas foram nulas ou negativas. A emissão de *bonds* pelas empresas apresentaria um crescimento espetacular: já em 1979 ultrapassava a cifra de um bilhão de dólares, subindo reiteradamente de patamar na década seguinte, sobretudo a partir de 1985 -- sua participação no suprimento de recursos externos às empresas amplia de 5,9% em

---

prejuízos decorrentes de flutuações imprevistas nas cotações dos *tradeables* ou de operações externas, etc. (Roh, 1990, pp. 9-10).

83. A securitização consiste no deslocamento da captação de fundos da intermediação financeira (empréstimos e depósitos) para a emissão de *securities* (como ações, *bonds* e *commercial papers*).

1980 para 21,5% em 1990 (tabela 21).<sup>84</sup> Títulos colateralizados como os conversíveis em ação e os com *warrants* ganham espaço a partir de 1988 (representam neste ano, respectivamente, 16,9% e 2,3% da oferta de *corporate bonds*).

Através do plano de internacionalização do mercado de capitais (lançado em 1981 e revisto em 1988), o governo buscou incentivar a captação de recursos pelas empresas e pelas instituições financeiras nos mercados financeiros internacionais. Aproveitando-se da forte demanda mundial por *securities*, grandes empresas coreanas -- sobretudo as vinculadas aos *chaebols* -- passam, a partir do final de 1985, a levantar fundos no exterior através da emissão de *bonds* conversíveis em ações ou garantidos por ações a um custo muito inferior ao dos fundos domésticos.<sup>85</sup> Problemas no balanço de pagamentos e a estagnação do mercado de capitais coreano, entretanto, levariam o governo a controlar em 1989 a emissão destes títulos lastreados em ações, restringindo-a às empresas que promovessem o desenvolvimento tecnológico ou que melhorassem a situação do balanço de pagamentos.

Um terceiro traço que identifica o perfil do financiamento das empresas coreanas depois de 1980 consiste na importância crescente das IFNBs e no declínio da contribuição dos bancos no total dos fundos externos levantados pelas empresas (tabela 46). Nos primeiros anos da década de 90, estas instituições ultrapassariam os DMBs no provimento de fundos externos para as empresas -- 22% contra 16% (tabela 21). A expansão notável das operações das IFNBs junto às grandes empresas desde o início da década de 80 deve-se em grande parte a se submeterem a uma regulamentação mais flexível *vis-à-vis* os DMBs. Face aos níveis temerários de *leverage* dos *chaebols*, o governo restringiu em 1982 a proporção dos empréstimos bancários a eles direcionada. Esta medida de contingenciamento, porém, não concretizaria o objetivo governamental de reduzir prontamente o financiamento indireto destes conglomerados porque, restrita aos DMBs, facultava o acesso ao endividamento junto às IFNBs. Pode-se considerar que eram mínimas as restrições à oferta de crédito pelas companhias de investimento e financiamento, *merchant banking corporations* e companhias de seguros aos *chaebols*, uma vez que estes detinham em geral participação acionária expressiva naquelas instituições.

Por último, caberia mencionar o papel dos créditos comerciais concedidos entre empresas não-financeiras, que se converteram a partir de meados dos anos 70 em

---

84. Em 1989 a oferta de *bonds* das empresas ultrapassa 10 bilhões de dólares.

importante fonte de financiamento (tabela 21). Esses créditos eram concedidos preponderantemente por grandes corporações privadas (responsáveis por 90% dos *trade credits* em 1982). O papel de credor assumido pelas grandes empresas em relação às empresas de pequeno porte (sobretudo fornecedores, com quem estas têm vínculos estreitos) reflete certamente as imperfeições do mercado de capitais associadas a deficiências de informação.<sup>86</sup>

- 
85. Com prazos de maturidade em geral de 10 anos e com *coupon rates* inferiores a 2% (contra 13% dos *bonds* domésticos), estes papéis captaram cerca de US\$ 370 milhões entre novembro de 1985 e março de 1990.
86. Dado o conhecimento que têm das situação financeira presente e prospectiva de seus fornecedores e clientes, as corporações apresentam vantagens face às instituições financeiras para contornar os problemas de natureza informacional. Outra semelhança com os intermediários financeiros é a diversificação de riscos proporcionada pela concessão de empréstimos a uma rede extensa e heterogênea de clientes e fornecedores.

## Capítulo 6

### Avaliação da ingerência governamental no sistema financeiro

Uma avaliação da contribuição específica das políticas financeiras de *targeting* industrial para o desenvolvimento econômico coreano constitui uma tarefa de execução problemática. Um conjunto amplo de fatores imbrica-se de modo inextricável na determinação do desempenho das empresas, dos setores e da economia: às condições no mercado de fatores (capital e trabalho), somam-se as condições no mercado de produtos (grau de concorrência, estrutura de mercado, situação da demanda interna e externa) e o largo espectro de modalidades de política econômica que repercutem sobre estes mercados (World Bank, 1987, v. II, pp. 99-100). Não obstante estas restrições, pode-se delinear alguns parâmetros para aferir o impacto das políticas de financiamento.

Em qualquer tentativa de apreciação destas políticas, a agenda de investigação deve ser encabeçada pelas seguintes questões: (1) a efetividade com que a interferência do governo no sistema financeiro influenciou sobre a alocação setorial do crédito e o seu impacto sobre o desempenho dos diferentes setores e indústrias; (2) a eficiência e os custos destas distorções, confrontando-se, caso for legítimo, os resultados da organização menos regulamentada do sistema financeiro nos anos 80 com os das políticas repressivas da década anterior; (4) a identificação dos grupos, setores ou instituições que arcaram com o ônus dos subsídios creditícios.

No que se refere aos efeitos das distorções impostas pelo governo no mercado de crédito (na forma de garantia e de redução do custo do capital) sobre a magnitude e a composição do produto, das exportações e dos investimentos, há diversas evidências que comprovam o cumprimento dos propósitos visados pelas políticas financeiras de *targeting* industrial. Hong, por exemplo, parte do confronto entre o volume de empréstimos bancários e o valor adicionado de cada setor industrial como critério para julgar os vieses das políticas financeiras adotadas pelo governo para a promoção do desenvolvimento.<sup>1</sup> Embora os setores que durante os anos 70 mais se destacaram na captação de empréstimos (domésticos e estrangeiros) em termos absolutos tenham sido

---

1. A idéia é que se o governo distribui empréstimos subsidiados sem respeitar a proporcionalidade ao valor adicionado pelos diversos ramos industriais, as taxas de subsídios são desiguais. Por exemplo, caso a alocação de empréstimos racionados seja proporcional à intensidade de capital dos setores, aqueles mais intensivos em capital serão beneficiados com taxas de subsídios relativamente maiores, ensejando um incentivo para o aumento de produção e a adoção de técnicas ainda mais intensivas em capital (Hong, p. 286).

as indústria têxtil, de ferro e aço, e de equipamento de transportes,<sup>2</sup> apenas estas duas últimas apresentaram uma elevada relação empréstimo/valor adicionado. De acordo com este autor (p. 287), não obstante as indústrias intensivas em capital como um todo terem se beneficiado fartamente de créditos subsidiados, são os ramos de ferro e aço, de produtos de aço e de produtos de metais não-ferrosos que receberam "o maior volume de crédito subsidiado por valor adicionado", fator que certamente contribuiu para que estas indústrias despontassem na liderança das taxas de crescimento das exportações e da produção entre 1968 e 1980.

A hipótese de que o racionamento de crédito repercutiu fortemente sobre determinadas indústrias intensivas em capital é corroborada ainda por Hong através de evidências baseadas na estimativa da elasticidade de substituição-ponto entre capital/trabalho para os diversos ramos industriais entre 1968 e 1980.<sup>3</sup> Neste período, os setores que apresentaram as maiores elasticidades (ferro e aço, máquinas, equipamentos de transporte, produtos de aço e produtos de metais não-ferrosos) ampliaram significativamente seus coeficientes de exportação e suas parcelas no valor adicionado e nas exportações. Para Hong (p. 289), "o alto valor das elasticidades estimadas para estes grupos pode refletir principalmente o menor *rental price* para o serviço de capital nestes setores resultante do racionamento de crédito favorável".<sup>4</sup> Já os setores de cimento, fertilizantes e derivados de petróleo apresentaram uma baixa elasticidade de substituição e uma redução considerável na parcela do valor adicionado do setor manufatureiro, ocorrências que Hong imputa às estreitas possibilidades tanto de se introduzir novos produtos em escala significativa como de se avançar na substituição de fatores, uma vez que a intensidade de capital nestas indústrias havia evoluído bastante já antes de 1968. Evidentemente, a notável expansão nas exportações de manufaturas intensivas em capital reflete outros aspectos além do favorecimento creditício pelo governo. O próprio avanço da industrialização e o aumento no custo

- 
2. Em 1976 o setor têxtil liderava o *ranking* dos empréstimos concedidos às indústrias (19,7%), seguido pelos setores de equipamentos de transporte (12,9%) e ferro e aço (7,5%). Este último setor dividiria a liderança com o setor têxtil em 1981 (15,8% e 15,5%, respectivamente), enquanto a indústria de equipamentos de transporte apresentou-se na terceira posição (13,1%).
  3. Hong (pp. 287-9) define esta elasticidade como a variação anual média da intensidade de capital (estoque de capital fixo por trabalhador) em relação à variação anual média dos salários reais. Uma elasticidade elevada pode refletir: i) um alto grau de substituíbilidade entre capital e trabalho; ii) uma redução no *rental price* efetivo dos serviços de capital; iii) a introdução de novos produtos intensivos em capital nos setores examinados.
  4. Nos anos 70 foram construídas plantas envolvendo grande concentração de capital no setor de aço, petroquímica, construção naval e linhas de montagem de automóveis. Era previsível que com o avanço do processo de industrialização, o incremento marginal na intensidade de capital destes setores se arrefecesse e os influxos de empréstimo subsidiado se traduzissem mais em aumento da produção do que na substituição de fatores (Hong, p. 304).

relativo do trabalho operariam no sentido de promover as exportações deste grupo de manufaturas.

Por outro lado, o sucesso do governo em direcionar os investimentos do setor privado para os setores selecionados pelos planos quinquenais através da política de alocação preferencial de crédito subsidiado deve-se em grande medida ao elevado *leverage* das firmas e à concentração de seus passivos em dívidas de curto prazo.<sup>5</sup> Firms cujas decisões não se conformassem às diretivas do governo arriscavam-se a sofrer a suspensão no refinanciamento dessas dívidas -- medida que, dado seu grau de endividamento, as conduziria inelutavelmente à falência.

O confronto entre a performance das exportações de manufaturas intensivas em capital da Coreia e a dos demais países asiáticos de industrialização recente confirma também o impacto das distorções no sistema financeiro sobre os setores intensivos em capital. Embora a Coreia ocupe uma posição inferior no que se refere à renda *per capita* e à propensão a poupar em comparação à Formosa, Singapura e Hong-Kong, ela lidera as exportações de manufaturas intensivas em capital (exclusive derivados de petróleo).<sup>6</sup>

O estudo do World Bank (1987) sobre a Coreia aponta para resultados análogos: cotejando a proporção entre o montante dos empréstimos bancários e estrangeiros captados e o valor dos ativos para as diferentes indústrias (como medida do acesso ao crédito racionado) e as taxas de crescimento real das vendas (como *proxy* do desempenho), considera que a manipulação pelo governo de parâmetros financeiros determinantes das decisões de investimento (como disponibilidade e custo de capital, riscos incorridos, etc.) assegurou a conformação do setor privado às diretrizes e objetivos fixados pelos planos de desenvolvimento.<sup>7</sup>

Evidenciada a importância da alocação seletiva do crédito na promoção da produção e das exportações, cabe focalizar a eficiência e o custo desta política. Seus

5. De acordo com o World Bank (1987, v. II, p. 99), dívidas de curto prazo representavam cerca de dois terços do passivo das empresas em meados dos anos 80.

6. A liderança ocorre nos produtos de aço, equipamentos de transporte (sobretudo navios), produtos químicos e de metais não-ferrosos. Especificamente em relação à Formosa, é patente a superioridade coreana nas exportações de bens intensivos em trabalho. Em 1981 as exportações coreanas de produtos de aço superavam as de Formosa em 250%, as de equipamentos de transporte em 150%, e os demais segmentos intensivos em capital em 200%. Hcng (pp. 290-92) atribui este contraste às taxas de juros reais substancialmente inferiores (exceto talvez no período 1965/1971) prevalentes na Coreia e que teriam fomentado os investimentos maciços em grandes plantas industriais.

críticos apresentam uma lista extensa dos efeitos adversos gerados pelo sistema financeiro reprimido. Primeiro, o entrave ao crescimento da poupança e dos fundos emprestáveis das instituições financeiras licenciadas, que seria atestado pela baixa taxa de poupança e do coeficiente M2/PNB face aos demais países asiáticos de industrialização recente e ao Japão (tabela 47). A imposição de tetos sobre as taxas de juros em níveis inferiores às taxas de inflação resultaria no excesso de demanda por crédito que seria deslocado para o mercado informal. Alega-se que o controle governamental, ao retardar o desenvolvimento do sistema financeiro,<sup>8</sup> ensejou um círculo vicioso pois exigiu a regulamentação das taxas de juros para impedir que crescessem exageradamente.

Pode-se contra-argumentar, entretanto, que o triunfo econômico viabilizado em grande parte pelo arcabouço financeiro forjado pelo governo nos anos 70 contribuiu, reversivamente, para que o sistema financeiro coreano se expandisse e se diversificasse a partir notadamente da segunda metade da década seguinte.<sup>9</sup>

É inegável, contudo, que as políticas governamentais de controle sobre as taxas de juros e sobre a alocação dos créditos fomentaram a perda de competitividade dos DMBs *vis-à-vis* as IFNBs. Constituindo o principal canal da alocação dirigida do crédito subsidiado às indústrias "estratégicas", os bancos comerciais perderam espaço nos mercados para as IFNBs porque estas estavam submetidas a uma regulamentação menos acentuada (ou mais fácil de ser burlada) sobre suas taxas de juros e carteira de ativos e a controles mais brandos sobre o montante de empréstimos e de capital -- privilégios concedidos em razão do objetivo do governo de alargar o sistema financeiro formal. Assim, estas instituições cresceram a taxas elevadas.

A tendência de crescimento lento e de perda de participação do sistema bancário seria reforçada nos anos 80, quando além dos controles sobre as taxas de juros e sobre a expansão no volume de crédito, os bancos teriam que carregar o fardo do não repagamento pelas empresas dos empréstimos contraídos na década anterior.

- 
7. Como reconhece o World Bank (1987, v. II, pp. 99-100), o acesso ao crédito subsidiado racionado, implicando custos de capital menores (*a fortiori* se fossem *policy loans*), representou um fator decisivo na performance da empresa.
  8. Defendem esta interpretação, entre outros, Roh (p. 4); World Bank (1987, v. I, p. 110); Nam.
  9. Nos anos 80, o setor financeiro coreano cresceria a taxas exponenciais: a proporção entre o montante dos ativos financeiros e o PNB salta de 1 para 4 entre 1979 e 1989 (Roh, p. 4). Li & Skully (1991, p. 155; 1992, p. 229) e Abbott (p. 403) fornecem evidências que colocam a Coreia na linha de frente entre os países asiáticos no que se refere ao desenvolvimento financeiro.

Tabela 47  
 INDICADORES FINANCEIROS SELECIONADOS P/ NICs ASIÁTICOS (em %)

País	M2 / PIB (1)		Taxa de depósito real		Taxa de inflação (2)	
	1970-79	1980-86	1970-79	1980-86	1970-79	1980-86
Hong Kong	81.0	118.2	-2.1 (3)	-0.3	7.9	9.2
Coreia	32.7	36.4	0.4	3.3	15.2	9.7
Singapura	61.6	70.4	0.8	1.2	5.9	6.7
Taiwan	55.5	89.0	2.0	3.7	9.5	5.7

Notas: 1) M2 inclui papel moeda, depósitos à vista, depósitos a prazo e de poupança.

2) Variação percentual do IPC.

3) 1972-79.

Fonte: Naya (1989, p. 34).

Uma segunda crítica sustenta que a regulamentação das taxas de juros em níveis inferiores aos de mercado, ao criar um excesso crônico na demanda por crédito bancário, inviabilizou a eficácia da política monetária e obstou a utilização de instrumentos de política orientados pelo mercado.<sup>10</sup> Nas palavras do Bank of Korea (1993, p. 32): "sob a pressão constante do excesso de demanda por fundos bancários, é muito difícil e custoso manter a liquidez total num nível apropriado e a efetividade da política monetária assentada em instrumentos de política ortodoxa é significativamente embaraçado".<sup>11</sup> A função do BOK de zelar pela estabilidade do valor da moeda curvar-se-ia também aos controles sobre a alocação do crédito formulados e executados pelo MOF. A política creditícia expansionista ensejaria uma inflação crônica nos anos 70 (notadamente na segunda metade da década, com a expansão desproporcional do crédito para as HCI e para a construção civil no Oriente Médio) que, além de fomentar a desintermediação financeira e o crescimento dos mercados monetários não-regulamentados, exigiria medidas drásticas de austeridade monetária e fiscal no início dos anos 80, resultando em perdas no nível de atividades e de emprego.

Deve-se lembrar, todavia, que a política creditícia coreana, sem jamais sacrificar o crescimento econômico nunca descambou para o financiamento inflacionário.<sup>12</sup> A Coréia foi um dos poucos países em desenvolvimento que executou com sucesso e num prazo curto um programa de ajustamento aos choques externos do final da década de 70. Logo após a queda no produto em 1980, para a qual concorreram uma gama de fatores fora do controle da política econômica, a economia retornou à sua trajetória de crescimento rápido e com inflação de um dígito.

Terceiro, condena-se os controles governamentais sobre as relações financeiras pela ineficiência e desperdícios que geraram na alocação da poupança. Os equívocos derivados do amplo envolvimento governamental na alocação dos empréstimos bancários teriam sido notáveis durante a segunda metade dos anos 70, quando se buscou incentivar desmesuradamente as HCI. Aponta-se entre os projetos cujos investimentos teriam apresentado resultados desastrosos e contribuído para o rebaixamento da produtividade global da indústria: o complexo petroquímico, as

- 
10. Isto porque, além da segmentação dos mercados, a regulamentação financeira inibiria o desenvolvimento do *money market* e de instrumentos financeiros negociáveis.
11. Cargill (p. 78) assinala que a submissão do BOK ao MOF limitava a eficácia da política monetária no combate à inflação por duas vias: pela concessão direta de empréstimos ao governo e pela influência negativa sobre a credibilidade do público na continuidade desta política.
12. Exceto em 1975 e em 1980, as taxas de inflação nunca excederam os 25% (ver tabela 6).

fábricas de grande porte de fertilizantes, de metais não-ferrosos, de armamentos e de máquinas pesadas.<sup>13</sup>

As análises que assestam este tipo de crítica à conduta do governo coreano no trato das questões financeiras apresentam uma argumentação convergente. Invariavelmente, o diagnóstico atribui a motivação para o comportamento pouco criterioso e demasiadamente arriscado dos bancos e das empresas na avaliação dos projetos de investimento ao sistema de incentivo e à coerção do governo para que os bancos concedessem acesso e condições preferenciais de crédito às empresas das indústrias estratégicas. Além disto, haveria a percepção generalizada de que implicitamente o governo se responsabilizaria pelos riscos do crédito e dos empreendimentos.<sup>14</sup> Pela mesma razão, os bancos eximir-se-iam do monitoramento *ex post* dos tomadores de crédito. A interferência governamental manifestada na garantia de suprimento de capital a custo baixo e subsidiado e na parceria dos riscos dos projetos de investimento teria engendrado investimentos excessivos e redundantes e, portanto, estaria na raiz dos altos índices de ociosidade que prevalecem entre 1979 e 1981 em diversas indústrias beneficiárias destes incentivos.<sup>15</sup> O agravamento da situação econômica internacional apenas explicitaria e magnificaria estes desequilíbrios. Argumenta-se que os equívocos das políticas de crédito preferencial a juros subsidiados penalizariam duramente os bancos comerciais: uma vez que em seus portfólios abundavam os empréstimos forçados para as HCI, o ônus da inadimplência destas indústrias altamente endividadas recairia sobre os bancos e os colocaria em situação financeira vulnerável.<sup>16</sup> O acúmulo de NPL nas carteiras dos bancos comerciais, por sua vez, restringiria os meios de se enfrentar a escalada inflacionária: o recurso a uma política monetária contracionista poderia ter como preço a instabilidade do sistema bancário, ainda que este fosse fortemente estatizado (Virmani, p. 51). O mesmo empecilho ocorreria com os superávits na conta corrente do balanço de pagamentos a

- 
13. Ver Hong (pp. 293-4); World Bank, 1987; Cargill; Nam. Estes autores ressaltam, porém, que o desempenho insatisfatório da indústria no início dos anos 80 articula-se também com a reviravolta no cenário internacional – o segundo choque no preço do petróleo, o aumento dos juros e a recessão mundial.
14. Segundo o World Bank (1987, v. I, p. 110), "a estrutura de alto risco da economia tem levado, paradoxalmente, a uma ilusão de segurança por causa da percepção de que o governo garante os passivos de todos os bancos comerciais e dos principais devedores não-bancários". Este estudo sugere como evidência de *moral hazard* o setor naval e de condutores, cujos programas de investimentos maciços e arriscados não teriam sido executados sem a convicção de que o governo socorreria as empresas em caso de adversidades financeiras e na ausência de crédito preferencial a baixo custo.
15. Roh (p. 4) tem opinião semelhante pois considera que a política financeira do governo entrou o crescimento industrial equilibrado.
16. De acordo com Virmani, a recessão implicou uma baixa relação entre os resgates e os novos empréstimos do FNI, sobretudo na indústria de construção naval.

partir de 1986: a pendência de empréstimos não-honrados reduziria a flexibilidade da política monetária para manter a estabilidade dos preços. Outros autores sustentam que as IFNBs seriam sobrecarregadas para que os instrumentos creditícios de combate à inflação fossem eficazes e compensassem o tratamento privilegiado que o BOK concedia aos bancos comerciais para evitar sua falência (Cargill, p. 85). Por fim, a ineficiência das políticas financeiras repressivas seria endossada, ainda, pela relação inversa entre a participação dos setores no montante total de empréstimos controlados pelo governo e suas taxas médias de retorno sobre os investimentos.<sup>17</sup>

Uma outra crítica recorrentemente dirigida às políticas financeiras desenvolvimentistas da Coreia refere-se aos seus desdobramentos sobre a distribuição do poder econômico. De fato, a estratégia de desenvolvimento do governo nos anos 70 -- de promoção das exportações *cum* substituição das importações -- comprometeu-se visceralmente com as grandes empresas para conquistar os mercados internacionais porquanto os setores industriais selecionados pautavam-se por fortes economias de escala, e por conseqüência, seu funcionamento eficiente e sua competitividade condicionavam-se à instalação de plantas cuja escala mínima de operações superava em muito as necessidades do mercado doméstico. Deste modo, o racionamento do crédito com taxas de juros reais negativas, ao proporcionar *rents* aos empresários que se engajavam nos projetos de grande envergadura dos setores industriais privilegiados (privando destes benefícios a maior parte das pequenas e médias empresas), teria se revelado num mecanismo perverso de concentração do poder econômico.<sup>18</sup> Os grandes conglomerados, em cujas firmas controladas incluíam-se manufaturas diversas, financeiras e *trading-companies*, preponderaram entre os beneficiários desta política.<sup>19</sup> A inflação, estimulando a desintermediação financeira, dificultou ainda mais o acesso ao crédito dos setores não-privilegiados e menos poderosos até o início dos anos 80. Os bancos preferiam as grandes empresas na destinação do crédito racionado devido aos menores riscos e custos de transação que implicavam (World Bank, 1987, v. II, p.

17. Embora seja crítico das políticas financeiras implementadas nos anos 70, Virmani reconhece que os equívocos dos *policy-makers* coreanos foram limitados no tocante à seleção tanto dos setores para os quais os fundos seriam discricionariamente carreados como dos mecanismos, de incentivo ou compulsão, através dos quais estes recursos seriam providos.

18. Hong (p. 285) e o World Bank apresentam evidências que demonstram a preponderância das grandes empresas na absorção dos subsídios creditícios.

19. As exportações concentravam-se nas *trading-companies* dos *chaebols* que negociavam mercadorias produzidas tanto pelas demais empresas dos grupos aos quais pertenciam como pelas pequenas firmas, a quem concediam créditos (cerca de metade das exportações das *trading-companies* era produzida por empresas componentes dos conglomerados). Entre de metade das exportações das *trading-companies* era produzida por empresas componentes dos conglomerados). Entre 1970 e 1981, a participação dos nove maiores grupos no montante total de exportações de mercadorias cresceu de 15%

101). A obtenção de crédito subsidiado junto aos bancos conferia, ainda, às grandes empresas o benefício adicional de um tratamento privilegiado tanto por parte das IFNBs como dos mercados monetários não-regulamentados. Ambos interpretavam o acesso ao crédito bancário racionado como indicativo de um risco desprezível de falência (Hong, p. 285). Ademais, muitos dos conglomerados que prevaleciam entre os beneficiários do racionamento do crédito bancário controlavam diretamente IFNBs.

Não se pode negar que a interferência do governo na área financeira motivada por finalidades desenvolvimentistas envolveu desperdícios, equívocos, e excessos (ineficiência de alguns projetos de investimentos, desequilíbrios setoriais, inflação e concentração do poder econômico), nem tampouco que estes desdobramentos adversos incluíam-se no elenco de fatores responsáveis pelo desencadeamento do processo de desregulamentação do sistema financeiro no início da década de 80 -- cuja orientação se nortearia pelo abandono gradual do racionamento do crédito subsidiado. Todavia, os intérpretes que subscrevem a condenação das políticas de *targeted credit* dos anos 70 parecem fazer vista grossa para os benefícios que delas resultaram e que proporcionam uma base robusta para uma argumentação radicalmente distinta tanto sobre a eficiência destas políticas como acerca das mudanças na organização do setor financeiro na década de 80 -- na verdade, questões inseparáveis.<sup>20</sup>

Embora argumentos contrafatuais suscitem inexoravelmente desconfiças (quase sempre constituem *wishful thinkings* dissimulados), é tentadora a "previsão" de que, sem a forte interferência do governo nos mercados financeiros (talvez nos mercados *tout court*), o setor privado não teria se comprometido com os projetos de investimento de *upgrading* da estrutura industrial na extensão e na diversidade com que

---

para quase 50%, enquanto a parcela do conjunto de empresas exportadoras excluídas as 50 maiores minguou de 67% para 33% (Hong, pp. 294, 304-5).

20. Nesta argumentação alternativa alinhamo-nos a Chang, Wade, Taylor, Akiüz & Kotte e Amsden & Eub. Convém frisar que a divergência principal na discussão a respeito dos efeitos da organização do setor financeiro e das políticas a ele relacionadas sobre o desempenho da economia coreana situa-se no significado das políticas financeiras "repressivas" instituídas nos anos 70 para impulsionar as HCI. Quanto aos controles sobre os fluxos financeiros que prevalecem na década anterior, é difícil encontrar um autor que os condene abertamente. Talvez porque concordem que, face à incipiência dos mercados financeiros, aos níveis reduzidos de poupança doméstica e aos volumes limitados dos empréstimos externos na década de 60, o controle sobre os bancos comerciais de alcance nacional e a criação e gestão de bancos especializados e de desenvolvimento pelo governo apresentavam-se como a única alternativa ao subdesenvolvimento e como a maneira mais eficiente, no que se reporta à estratégia de crescimento acelerado do país, de se alocar os recursos escassos, uma vez que as incertezas eram enormes para que um sistema financeiro orientado pelo mercado se dispusesse a financiar investimentos de um setor privado pouco experiente e atuando numa economia pobre. O *locus* por excelência da controvérsia reside, portanto, nos anos 70.

o fez em razão dos riscos e da escala de capital envolvidos.<sup>21</sup> Estes projetos, a despeito de excessos e ineficiências, respondem pelo êxito da economia coreana, cujo desempenho nos anos 80 contrastou flagrantemente com o da maior parte dos demais países em desenvolvimento. A hipótese de que sem os investimentos executados no âmbito das políticas de *targeting* industrial durante os anos 70, para os quais as amplas distorções nos mercados financeiros (alocação direcionada de crédito e preços "errados") foram indispensáveis, a performance das exportações coreanas na década seguinte poderia ter sido igual ou melhor à que efetivamente prevaleceu mostra-se pouco persuasiva, entre outras razões, pela participação destas indústrias preferenciais em mais de 50% das exportações já em 1980, proporção que cresceria nos anos subseqüentes, atingindo 64% em 1993 (tabela 4). Não obstante a inadequação à pedagogia econômica ortodoxa, a maturidade da indústria privada coreana resultou de uma rígida educação que lhe foi imposta durante sua infância e adolescência por um tutor autoritário que, julgando despreparada para enfrentar o mundo, disciplinou sua conduta por meio de incentivos, mandamentos, coerção, e punições, sobretudo no que se refere às questões financeiras.

Ademais, é difícil imaginar que as autoridades econômicas coreanas desconhecessem os riscos da estratégia de crescimento acelerado calçada no alto *leverage* das empresas, a saber, que este perfil financeiro se converteria em um problema dramático quando as taxas elevadas de crescimento se ausentassem do cenário econômico. Contudo, dada a limitada capacidade de auto-financiamento das empresas, dificilmente elas cresceriam com a velocidade apresentada sem uma política creditícia subordinada aos interesses mais amplos de um projeto desenvolvimentista. De fato, a criação e o fortalecimento das empresas que deram a base para a prosperidade sustentada que marcou a economia coreana entre 1965 e 1979 efetivaram-se a despeito da baixa liquidez que apresentavam. Portanto, embora arriscada, a estratégia de desenvolvimento assentada na promoção das exportações através da provisão copiosa de crédito bancário às indústrias selecionadas não apresentou transtornos até o final dos anos 70.

Com a irrupção dos choques internacionais a partir de 1979, porém, a continuidade desta estratégia é comprometida. Atingido duramente pela recessão internacional, o núcleo do dinamismo da economia coreana, as exportações, espraia

---

21. Reproduzindo uma frase do estudo do World Bank (1987, v. II, p. 99), "o governo, controlando o setor financeiro, tornou-se um parceiro no risco das firmas, encorajando-as a empreender projetos que de outro modo poderiam ter sido preteridos".

este impacto adverso para o resto da economia.<sup>22</sup> Receitas em queda e elevação dos compromissos financeiros põem em xeque a estabilidade das empresas e, dado o nível de endividamento, do próprio sistema financeiro. As reações que os choques externos exigiam em termos de políticas de ajuste interno poderiam agravar ainda a deterioração do *cash flow* destas empresas, elevando os riscos de uma crise financeira generalizada envolvendo bancos e empresas. Para evitar perdas maiores no crescimento e a desorganização social e econômica que a falência destes segmentos inapelavelmente acarretaria, além dos desdobramentos inevitáveis sobre o tratamento que o país receberia do sistema financeiro internacional, o governo exerceu fortes "pressões sobre os bancos comerciais para socorrer as firmas em dificuldades" (World Bank, 1987, v. I, p. 110). Embora os desequilíbrios financeiros perdurassem nos anos 80 em alguns segmentos (como construção naval e construção no exterior), outras indústrias emergiriam da crise com posições competitivas no mercado internacional e com o *status* de carro-chefe da economia coreana -- a exemplo da indústria de carros e de produtos eletrônicos.

Muito improvavelmente a constituição de corporações competitivas nos mercados internacionais de produtos intensivos em tecnologia e em conhecimento seria efetivada através da ação desimpedida das forças de mercado e da livre iniciativa do setor privado -- bancos ou empresas. Os bancos não patrocinariam espontaneamente o financiamento da diversificação industrial devido aos riscos envolvidos e à ausência de qualquer indício *ex ante* que sinalizasse a capacidade de receita futura (e, portanto, de repagamento) que as empresas produtivas viessem poder a ter. Estas, por sua vez, sem o planejamento, a coordenação, a disciplina, a assistência, os subsídios e a garantia concebidos, executados ou concedidos pelas diversas instâncias e instituições do governo (ou criadas por ele), se conseguissem atingir a maturidade que hoje as caracteriza o fariam num prazo maior do que o de duas décadas.

Não raramente, os intérpretes avessos ao programa de promoção das HCI recorrem a argumentos cuja fundamentação empírica é pouco persuasiva. Por exemplo, o estudo do World Bank (1987, v. I, p. 42) sobre a Coreia parece exagerar quando afirma que embora a formação do capital fixo na indústria têxtil crescesse a taxas

22. Até mesmo autores infensos à subordinação das políticas financeiras à estratégia de *targeting* industrial durante os anos 70 reconhecem o papel crucial da recessão internacional na emergência da crise doméstica, embora repisem enfaticamente nos equívocos daquelas políticas. Nam (pp. 26-7), por exemplo, associa a acumulação de NPL dos bancos comerciais à "situação industrial agravada pela recessão internacional que se segue ao segundo choque do petróleo", atribuindo a gravidade dos problemas em algumas indústrias ao fato da "expansão drástica da capacidade de oferta combinar-se com o encolhimento da demanda externa".

inferiores às das HCI é aquela indústria que "carrega o peso da performance exportadora da Coreia durante a segunda metade dos anos setenta, enquanto muitas das HCI arrastaram-se com excesso de capacidade". Algumas evidências contestam esta afirmação: (1) as HCI desde 1975 apresentam uma participação crescente na composição das exportações industriais (tabela 4); (2) o único sub-setor das HCI que apresentou taxas de utilização da capacidade abaixo de 70% entre 1976 e 1980 foi o de produtos metálicos manufaturados (que incluem automóveis e navios) e máquinas e equipamentos, e isto apenas em 1977 (57,1%) e em 1980 (53,1%); (3) nos anos 80, as exportações de produtos eletrônicos, carros e navios contribuiriam significativamente no montante total de exportações.<sup>23</sup>

Outro exemplo é dado por Cargill (pp. 74, 83-4) quando sustenta que "o crescente *gap* entre taxas regulamentadas e não-regulamentadas intensificaram os efeitos adversos das políticas extensivas de alocação de crédito designadas para sustentar setores favorecidos independentemente de sua produtividade" ou da "taxa potencial de retorno e risco". Como veremos, uma das razões fundamentais do sucesso da experiência coreana de *targeting* industrial e que a distingue dos resultados frustrantes de tentativas semelhantes nos demais países em desenvolvimento reside no atrelamento da concessão de subsídios ao desempenho do beneficiário, artifício que coibiria as atividades de *rent seeking*. Afirmações deste tipo chocam-se com o êxito incontestável de empresas que se apoiaram largamente no sistema de incentivo creditício arquitetado pelo governo -- como a empresa estatal de aço POSCO, privatizada nos anos 80, cuja eficiência tem reconhecimento unânime (World Bank, 1987; Amsden, 1989).

Mesmo a crítica que responsabiliza as políticas financeiras de sustentação do programa de investimentos nas HCI nos anos 70 pelo elevado volume de NPL na década seguinte é contestável. Amsden & Euh mostram que estas indústrias respondiam por uma parcela pequena dos NPL, inferior inclusive à sua participação no montante total de crédito.

23. As exportações de navio despencariam na segunda metade dos anos 80. Embora reconheça o papel crucial das políticas financeiras no deslocamento das vantagens comparativas da economia coreana para as HCI, Nam (p. 34) credita o ótimo desempenho nas exportações dos produtos destas indústrias nos anos 80 "em grande medida" ao contexto internacional favorável que "não foi antecipado nos anos 70": a política fiscal expansionista da gestão Reagan, a fraqueza do won, e o desvio de parte da demanda de importações americanas do Japão para a Coreia (como retaliação às restrições do Japão às importações dos Estados Unidos). Esta análise peculiar que imputa ao acaso o êxito dos anos 80 curiosamente debita a responsabilidade pela recessão doméstica entre 1979 e 1980 à imprevidência governamental, sugerindo implicitamente que a recessão internacional destes anos seria menos fortuita ou mais previsível que as condições externas vantajosas de meados da década de 80.

É recorrente também entre os intérpretes infensos à política de "preços errados" usada pelo governo coreano como instrumento da estratégia de desenvolvimento o recurso ao "truísmo" da eficiência alocativa superior do mecanismo de mercado. Embebidas em uma perspectiva estática, estas análises curvam-se a pressupostos em que até mesmo desafetos do positivismo lógico identificariam ressonâncias metafísicas. Manifestação eloqüente dessa abordagem é oferecida pelo artigo de Cho & Cole, cujas primeiras linhas já antecipam a tônica a ser adotada: "A economia coreana desencaminhou-se de sua trajetória eficiente e de alto crescimento na última metade dos anos setenta devido aos sobreinvestimentos na indústria pesada, transgredindo a *vantagem comparativa* do país" (grifos meus) -- desvio incitado pelas políticas governamentais. Se com isto os autores teriam explicado a inflação e os desequilíbrios na estrutura produtiva que provocam a queda no PNB em 1980, falta esclarecer a razão pela qual a interferência governamental crônica não impediu o êxito da economia nos demais 30 anos que cobrem o período 1961-1991 (em que o crescimento econômico foi, exceto naquele ano, sempre superior a 5%). Ademais, a submissão à dotação de fatores prevaemente num determinado momento na economia prolonga o subdesenvolvimento pois constitui uma camisa de força que se opõe a um processo de *upgrading* industrial acelerado.

Nam é outro autor cuja convicção em determinados princípios acaba por turvar sua argumentação. Para demonstrar sua tese, parte de um estudo elaborado por Yoo que utiliza como *proxy* da eficiência do capital o valor adicionado por unidade de capital. Uma vez que este indicador é para as HCI (exclusive refinação de petróleo) cerca de 19% menor em relação as demais indústrias (exclusive tabaco) entre 1971 e 1978 e 10% maior entre 1979 e 1985, Nam (p. 21) infere que "estes resultados sugerem fortemente que o capital barato nos anos 70 levou a investimentos excessivos (ineficientes) nas HCI". O autor ressalva que excluindo-se as indústrias monopolistas e mais oligopolizadas a eficiência do capital é rebaixada. De fato, cotejando a tabela que acompanha o *paper*, observa-se uma queda expressiva nos indicadores quando não se leva em consideração as indústrias de tabaco e refinação de petróleo (de 12% nas indústrias não-favorecidas e de 25% nas indústrias favorecidas). Caso não se proceda a estas exclusões, o diferencial na eficiência de capital entre os dois grupos de indústria é mínimo -- inferior a 5%. Dado que o leque de indústrias monopolistas e mais oligopolizadas não se restringe às indústrias de refino de petróleo e de tabaco, a questão que se coloca é por que excluir apenas estas duas indústrias? Ademais, o uso da relação valor adicionado por unidade de capital como medida de eficiência de capital seria

inadequado pois não constitui novidade a intensidade de capital superior das HCI. Não seria mais um caso de explicação espúria por incluir nos *explanans* o *explanandum*?

A própria teoria na qual se fundamentam os adeptos do *laissez faire* fornece elementos para mostrar a vulnerabilidade de seus argumentos. O teorema fundamental do bem estar econômico que demonstra que as economias de mercado são Pareto-eficientes supõe, entre outras coisas, mercados financeiros perfeitos (sem racionamento de crédito e de ações e com mercados futuros e de riscos completos) -- premissa cujo irrealismo é patente mesmo nos países desenvolvidos. As teorias mais recentes sobre crescimento econômico têm se debruçado sobre suposições que, em contraste com o modelo competitivo tradicional, tentam incorporar aspectos mais compatíveis com as experiências de crescimento -- como externalidades, imperfeição de informações nos mercados financeiros, retornos crescentes, *learning by doing*. Seus modelos demonstram que as imperfeições nos mercados financeiros ou em qualquer outro mercado, ao criarem a possibilidade de que o retorno social marginal do investimento exceda o retorno privado, podem fazer com que certas "distorções" governamentais aumentem a eficiência ou o bem estar social.<sup>24</sup>

Como explicar, porém, que a interferência governamental sobre o sistema financeiro -- um comportamento *standard* nos países em desenvolvimento -- tenha efetivamente fecundado o desenvolvimento econômico na Coreia, ao contrário do que ocorreu nos demais países? Embora tenha desempenhado um papel crucial no êxito da implementação da política desenvolvimentista, o controle governamental amplo sobre o sistema financeiro não atuou num vácuo institucional e político. O regime político autoritário e excludente facilitou a formulação de políticas econômicas e agilizou sua efetivação e a execução de ajustes -- dispensando os trâmites democráticos de discussão de alternativas e de conquista de suporte político para a adoção de certas medidas em detrimento de outras. Embora vantajosa, a supressão autoritária das resistências políticas à implantação de uma determinada estratégia não seria entretanto suficiente, e talvez nem indispensável, para seu êxito. Mais importantes foram a atuação de uma burocracia competente e eficiente (arregimentada através de rigorosos e concorridos concursos públicos) e o comando efetivo das decisões de política econômica centralizado no Ministério das Finanças e no Comitê de Planejamento Econômico,

24. De acordo com Stiglitz (1992, p. 173), "a maioria das análises de experiências recentes de crescimento identifica a importância de uma das diversas imperfeições do mercado (retornos crescentes, externalidades, imperfeições do mercado de capital, concorrência imperfeita), que fornece a base de um papel para o governo além daquele de simplesmente 'deixar os preços corretos'".

ambos fortemente comprometidos com o desenvolvimento econômico como prioridade nacional -- motivo de conflitos permanentes com o BOK, mais preocupado com a estabilidade monetária.

O aspecto decisivo, porém, foi a construção de um ambiente institucional que condicionava a concessão de subsídios -- utilizada para influir nas decisões das empresas privadas -- ao desempenho do beneficiário. Além de uma estrutura de acompanhamento e de fiscalização permanentes, o governo podia recorrer a sanções poderosas que coíbiam o desvio do crédito racionado, como a não renovação dos empréstimos subsidiados, a suspensão da garantia concedida aos empréstimos externos, ou ainda a ameaça de devassa fiscal.

Quanto aos efeitos das mudanças na área financeira nos anos 80, são pouco convincentes as interpretações que as associam a uma alocação mais eficiente do crédito. Cho & Cole, por exemplo, apresentam a redução na variância dos custos dos empréstimos para as diversas indústrias manufatureiras e de suas taxas de retorno nos anos 80 como comprovação tanto da eficiência superior na alocação do crédito como da liberalização dos mercados financeiros. Este tipo de análise negligencia os diferentes contextos nos quais se inscreveram as políticas financeiras "repressivas" dos anos setenta e as políticas "liberalizantes" da década seguinte e que tornam problemática a comparação destas políticas.<sup>25</sup> Nesta última década, a economia coreana se avizinhava da maturidade, assentando-se numa estrutura industrial diversificada e competitiva no mercado internacional mesmo em produtos mais complexos, prescindindo portanto da tutela e proteção extensivas da década anterior, época em que a economia iniciava seu *big push*.<sup>26</sup> A redução nas disparidades no custo dos empréstimos entre as diferentes indústrias decorre do fato de que, agora, apenas um número reduzido de novas indústrias carece de tratamento creditício preferencial, não refletindo necessariamente uma eficiência alocativa superior. O argumento de Nam (p. 36) de que o aumento da "complexidade estrutural" da economia torna mais difícil o "desafio de selecionar (*picking*) as indústrias certas" para a concessão de subsídios creditícios parece não proceder. Ao contrário, neste estágio a tarefa de identificar os setores cuja competitividade mostra-se crucial para assegurar o desenvolvimento sustentado é

---

25. Embora reconheça os limites da desregulamentação financeira dos anos 80 (e explique adequadamente as razões destes limites), o World Bank (1987, v. II, p. 100) é representativo da visão da maior eficiência das políticas financeiras coreanas orientadas para o mercado.

26. Ver Amsden & Euh (1990; 1993).

facilitada -- ainda mais no caso em que as economias em desenvolvimento empenham-se no *catching up* das economias líderes.<sup>27</sup>

Chama atenção também o julgamento sobre o papel do estado na argumentação em que Cho & Cole creditam os avanços (ainda que limitados) da liberalização financeira às IFNBs. Estes analistas eximem o governo da iniciativa da desregulamentação (que os autores saúdam pois a vêem como o canal para o aumento da eficiência), mas atribuem à ingerência governamental na economia, especialmente no padrão de financiamento, a causa da inflação e dos desequilíbrios na estrutura produtiva da virada da década de 70. Parecem com isso convidar seus leitores a inferir que o governo apresenta uma vocação natural para o desacerto, estando imune ao mesmo tempo a qualquer risco de ação eficaz. Ademais, a explicação das mudanças no regime das políticas financeiras nos anos 80 com base na suposição de que o avanço na "complexidade estrutural" da economia coreana tornava ineficiente a alocação do crédito pelo governo parece legitimar os controles governamentais sobre o sistema financeiro da década anterior, uma vez que nesta época o *upgrading* industrial apenas se iniciava.<sup>28</sup>

A explicação para a prudência e lentidão com que as mudanças no ambiente regulatório do sistema financeiro vêm sendo conduzidas e para a permanência de controles governamentais no sistema bancário combina causas diversas. Primeiro, o governo submeteu o *timing* da desregulamentação à estabilidade macroeconômica e à melhora das condições financeiras das empresas e bancos. O comprometimento de parcela expressiva da carteira dos bancos com empréstimos em atraso (os NPL) era incompatível com a remuneração mais elevada dos passivos que a liberalização e a integração financeiras inevitavelmente ensejariam, uma vez que as IFNBs poderiam pagar taxas de juros de depósitos maiores. Por sua vez, o uso que o governo fez dos bancos comerciais para socorrer as empresas em dificuldades financeiras teve como contrapartida a ajuda do governo aos bancos através de procedimentos que caminhavam no sentido contrário à livre concorrência -- como os redescontos subsidiados do BOK, o controle das taxas de juros que buscava reduzir a atratividade relativa dos depósitos nas IFNBs, as reservas compulsórias menores e remuneradas, etc. Segundo, a manutenção

27. Nos tempos atuais, por exemplo, parece haver consenso sobre a importância estratégica das indústrias de microeletrônica, telecomunicações e automóveis (ver Chang, p. 146).

28. Nam (p. 36) recorre a esta suposição, mas afirma simultaneamente que "quando nos anos 70 a redução da intervenção governamental mostrava-se desejável, ela na verdade aumentou". O estágio de desenvolvimento da economia nesta época estava longe, porém, da "complexidade estrutural" -- em 1975 a proporção das HCI no valor adicionado da indústria manufatureira era de 44% contra 56% das indústrias leves (World Bank, 1987, v. II, p. 3).

da interferência governamental sobre o sistema bancário derivaria em parte das restrições no uso de instrumentos indiretos de política monetária: as operações de *open market* esbarravam na estreiteza dos *money markets*, a administração das taxas de reservas compulsórias apresentava pouca eficácia devido à escassez crônica de reservas por parte dos bancos, e a janela de desconto era neutralizada pelos redescontos automáticos de *policy loans* do sistema bancário que respondiam por grande parte dos empréstimos do BOK. Daí permanecerem os tetos sobre a expansão no volume de crédito dos bancos.<sup>29</sup> Terceiro, a inexistência de grupos de interesse empenhados de modo intenso e incondicionalmente neste processo: os bancos, embora se beneficiassem com a ampliação do espectro de operações ativas e passivas nas quais pudessem se engajar, teriam sua débil situação financeira agravada e provavelmente inviabilizar-se-iam caso a desregulamentação se acelerasse e o sistema financeiro viesse a se tornar mais competitivo porquanto teriam que abrir mão do tratamento privilegiado que o BOK lhes concedia;<sup>30</sup> as grandes empresas do setor produtivo, por sua vez, eram beneficiárias das políticas de alocação creditícia dirigida. A favor da liberalização, alinhavam-se as IFNBs, alguns *chaebols* interessados em diversificar seus negócios na área financeira, bancos estrangeiros operando no país, o governo americano e as instituições de Bretton Woods. As pressões destes setores se revelaram, porém, insuficientes.<sup>31</sup> Por fim, dado seu compromisso tradicional com o desenvolvimento econômico e a primazia que o investimento privado ocupava em sua estratégia, as autoridades econômicas resistiram à desregulamentação das taxas de juros devido à contrapartida na elevação do custo do capital, um problema sério no contexto de alto endividamento das empresas coreanas.

Por sua vez, o programa de racionalização concebido e implementado pelo governo para enfrentar os problemas correlatos de capacidade ociosa de algumas indústrias e dos NPL dos bancos comerciais tem sido alvo de diversas críticas. A primeira é que carecia de critérios transparentes na definição tanto das indústrias elegíveis como das obrigações das empresas e dos limites da interferência do governo.

- 
29. Com a geração de superávits nas transações correntes do balanço de pagamentos a partir de 1986, o BOK passaria a emitir quantidades volumosas de títulos para reduzir a liquidez (os chamados *bonds* de estabilização monetária). A questão, porém, é que as instituições financeiras seriam forçadas a adquiri-los com uma remuneração inferior à do mercado.
30. De acordo com Cargill (pp. 78-9, 86), os principais bancos comerciais de amplitude nacional e alguns bancos regionais estavam em meados dos anos 80 "economicamente insolventes" pois o montante de empréstimos duvidosos ultrapassava seu patrimônio líquido. Este fato notório fazia com que o setor privado visse com desconfiança as declarações reiteradas das autoridades de se empenhar na promoção da concorrência no sistema financeiro.

Este, ademais, não teria mantido um comportamento uniforme nos casos em que atuou. Segundo, o *approach* do governo contemplaria mais firmas isoladas do que uma indústria. Terceiro, a exclusão das instituições financeiras credoras das decisões sobre o processo de reestruturação em cada indústria teria gerado a percepção de que o governo conservaria o *status* de sócio implícito nos riscos dos empreendimentos. Com isto, os bancos teriam se acomodado às decisões do governo confiando em que pelo menos parte dos prejuízos com os NPL seria absorvida por ele, enquanto as firmas reestruturadas, prevendo novos socorros do governo em caso de dificuldades, não teriam incentivo para perseguir estratégias menos arriscadas ou para racionalizar a capacidade produtiva. A postergação reiterada de ações mais efetivas combinada à primazia do governo e à passividade dos bancos no processo fertilizaria o solo para o florescimento de comportamentos do tipo *moral hazard* e obstruiria a atuação disciplinadora do mercado. Atestaria isto, o fato de que apenas 15% do montante total dos empréstimos dos bancos comerciais alocados para racionalização das empresas cumpriram suas obrigações referentes ao pagamento de juros -- 76% estavam em atraso e 9% foram declarados irrecuperáveis. A sustentação financeira da reestruturação industrial implicaria perdas financeiras para o governo, bancos, e banco central que, no final, seriam arcadas pelos contribuintes, poupadores, acionistas e consumidores.<sup>32</sup> Vale lembrar, entretanto, que embora as HCI fossem as principais responsáveis pelos NPL da indústria manufatureira, esta representava uma parcela pequena do montante total de NPL -- concentrados no setor de navegação e construção, não tanto por políticas econômicas equivocadas, mas pela recessão no Oriente Médio, região que era a principal importadora destes serviços (Amsden & Euh, 1990).

Por último, a questão a respeito do montante e dos "financiadores" dos subsídios creditícios se mostra de avaliação problemática. Hong estima o fluxo anual de subsídio creditício doméstico implícito em 10% do PNB e dos empréstimos estrangeiros

- 
31. Mirando-se no caso japonês, onde a liberalização financeira resultou do desenvolvimento do mercado de títulos governamentais, Cargill entende que a precariedade deste mercado na Coreia teria contribuído para a lentidão do processo de desregulamentação financeira.
32. O engajamento dos bancos comerciais neste processo ecoaria negativamente sobre sua rentabilidade: a parcela dos juros não pagos aos cinco *city banks* relativa aos empréstimos às firmas designadas para racionalização salta de 34,3% em 1985 para 63,6% em 1987, respectivamente 12,2% e 49,9% do lucro operacional (Ver Nam). Todas estas críticas servem ainda de apoio para censurar o excessivo controle governamental nos anos 70 sobre o sistema financeiro, uma vez que a elevada proporção de NPL que engendrou, e que se arrastaria por toda a década seguinte, não apenas obstaría a desregulamentação mas resultaria em novas modalidades de interferência -- através do engajamento compulsório dos bancos nos programas de racionalização das indústrias que, ao investirem exageradamente devido àquelas políticas, se tornaram ineficientes e sobredimensionadas.

em 6% entre 1977 e 1981, valores cuja sobreavaliação o próprio autor reconhece.<sup>33</sup> Os subsídios governamentais referentes ao FNI, um dos principais instrumentos da política de empréstimos forçados, situaram-se em patamares insignificantes -- em 1979 atingiria o nível máximo de 0,13% do PIB, a despeito de crescerem a taxas elevadas desde a criação do fundo. Quanto aos pagadores dos subsídios creditícios, o ônus incorrido pelos bancos credores (apontados como o principal prejudicado da "excessiva" interferência estatal), pelo governo e pelo banco central inevitavelmente seria transferido para os depositantes e acionistas dos bancos (na forma de juros e dividendos menores), contribuintes (através de mais impostos), consumidores (via imposto inflacionário) e indústrias não preferenciais (na forma de menos crédito e taxas mais elevadas).

Concluindo, pode-se sustentar que, ao definir para os diferentes setores e indústrias a estrutura relativa das taxas esperadas de retorno (através do controle sobre a alocação e taxas de juros do crédito bancário) e dos riscos percebidos dos investimentos (através da garantia tácita de *bail out* em caso de dificuldades financeiras às empresas que se engajassem nas atividades priorizadas), o governo acumulou as funções de autor, ator e diretor das transformações estruturais que marcaram a economia coreana nas últimas décadas -- concebeu o *script*, participou de sua encenação (isto é, atuou no mercado) e regeu a atuação dos demais atores. Na sua ausência, o enredo, os demais personagens, e mais importante, a performance dos atores e os desenlaces dificilmente seriam iguais.

---

33. Hong (pp. 285 e 303) obtém estes números multiplicando o montante total de créditos (domésticos ou externos) como proporção do PNB pela taxa de subsídio, calculada com base na diferença entre a taxa real de retorno dos investimentos na manufatura e a taxa real de juros. No caso dos empréstimos domésticos dos DMBs, do KDB e do BEIC, o montante representou 46% do PNB entre 1977 e 1981 e a taxa de subsídio 24% ao ano (já que a remuneração do capital industrial e a taxa real de juros foram de, respectivamente, 23% e -1,7% entre 1972 e 1981). Dado que o racionamento gerava exigências de reciprocidade pelos bancos (para obterem empréstimos subsidiados, as empresas eram constrangidas a deixar uma parcela como depósito nos próprios bancos), este cálculo superestimaria o volume de empréstimos e subestimaria a taxa efetiva de juros. Se descontados os depósitos a prazo e de poupança das empresas, o nível de subsídios nos créditos domésticos cai a 8,4% do PNB.

## **CONCLUSÕES**

O exame da literatura acerca das relações entre financiamento e desenvolvimento econômico empreendido na primeira parte deste trabalho revelou um elenco de indagações cujas tentativas de respostas divergiam. Retoma-se, agora, à guisa de conclusão, a avaliação deste debate à luz da experiência coreana de desenvolvimento focalizada na seção anterior.

Da análise do caso da Coréia, pode-se inferir inequivocamente que a intervenção governamental no sistema financeiro (ou nos demais setores da economia), ainda que extensiva, não é incompatível com o crescimento econômico sustentado -- o que, por si só, basta para falsear as teses basilares do paradigma da repressão financeira. Entretanto, mais do que compatível com o desempenho invejável da economia coreana nos últimos trinta anos, o controle do governo sobre as variáveis financeiras é um dos fatores que o explica. A execução das políticas de promoção industrial beneficiou-se da égide de um aparato financeiro arquitetado *ad hoc* pelo governo. Este aparato dotou as autoridades econômicas da capacidade institucional de intervir seletivamente na economia. Em particular, a administração que o governo exerceu sobre a alocação e os termos dos empréstimos bancários, ao redefinir as condições de rentabilidade e risco dos investimentos, contribuiu de modo decisivo para o sucesso na implementação da estratégia desenvolvimentista. Nos capítulos anteriores, apresentou-se diversas evidências em favor da importância do suprimento de capital a baixo custo na conquista de competitividade da indústria coreana nos mercados internacionais, embora se reconheça as dificuldades para mensurar precisamente os custos e os benefícios da interferência estatal nas questões financeiras e as limitações dos raciocínios contrafatuais.

Taxas de juros preferenciais às indústrias julgadas prioritárias pelo governo e taxas de juros reais negativas (resultantes da imposição de tetos nas taxas nominais) não inibiram a expansão da poupança doméstica (que foi impulsionada pelo crescimento rápido da renda) e tampouco repercutiram negativamente sobre o nível e a qualidade dos investimentos (o que é atestado pela competitividade conquistada nas indústrias mais complexas), ainda que possam ter retardado a elevação nas taxas de poupança financeira nos anos 70. Suprimento garantido de crédito barato e outras modalidades de incentivo aos setores prioritários somados à perspectiva de comprometimento do governo numa estratégia de crescimento acelerado induziram o setor privado a investir pesadamente. As previsões de McKinnon de que estas políticas incentivariam as atividades de *rent seeking* não se confirmaram em razão da forte disciplina que o estado

impôs aos beneficiários dos subsídios (o que evidentemente não baniu *in totum* a corrupção, favorecimentos políticos, desvios de recursos, etc.). Este autor acerta, entretanto, quando identifica nas políticas financeiras repressivas um viés para investimentos intensivos em capital e para a concentração do poder econômico, embora não perceba que estes dois aspectos constituam pressupostos para o êxito de um processo de industrialização retardatária.

Quanto à reforma financeira da Coreia em 1965, cuja configuração expressava as idéias da Escola de Stanford, não se pode afirmar que tenha se constituído no fator principal ou essencial do processo de crescimento acelerado que em seguida ocorreria neste país -- como recorrentemente argumentam os defensores do paradigma da repressão financeira. A vigorosa expansão nas taxas de crescimento do produto, das exportações, da poupança e do investimento após 1965 pode refletir reordenamentos na área fiscal, cambial ou externa (reforma tributária, desvalorização cambial, garantia dos empréstimos externos, etc.) que se efetivaram concomitantemente à reforma financeira. Embora a elevação das taxas de depósitos tenha certamente deslocado recursos do *curb market* para o sistema bancário formal, não há evidências de que seja a responsável pelo crescimento da poupança ou de que tenha tomado a alocação de recursos mais eficiente.

A experiência coreana não permite avaliar diretamente o argumento neo-estruturalista de que a liberalização financeira, ao drenar fundos do *curb market* para os bancos, poderia reduzir a oferta global de crédito e privar o acesso ao crédito sobretudo das empresas menores. Todavia, a tolerância do governo com estes mercados (suspensa em algumas poucas ocasiões) e a persistência durante o processo de desregulamentação financeira de *guidelines* compelindo os bancos a canalizarem uma parcela de suas carteiras de empréstimos para as pequenas e médias empresas sugerem a relevância dos mercados financeiros não-regulamentados para o funcionamento destas empresas.

No que se reporta às idéias de Dornbusch e Reynoso, o exemplo da Coreia parece ser uma instância corroboradora. Primeiro, confirma que taxas de juros reais positivas elevadas não são necessárias para mobilizar a poupança através do sistema financeiro e que taxas reais negativas desde que não excessivas e persistentes não obstam o crescimento da renda per capita. Segundo, demonstra a importância de orçamentos fiscais equilibrados e de taxas de inflação baixas e estáveis para o crescimento econômico acelerado. O confronto entre a Coreia e os países latino-americanos evidencia o empecilho ao crescimento econômico imposto pela indisciplina

fiscal. O abuso do financiamento inflacionário nessa região a partir do final dos anos 70 inclui-se entre os fatores responsáveis pela crescimento inferior *vis-à-vis* aquele país.<sup>1</sup> A inflação baixa permitiu que a economia coreana operasse com um grau elevado de monetização (em torno de 10% desde 1976). Os gastos públicos priorizaram os investimentos em infra-estrutura e nas indústrias básicas (a exemplo da eficiente siderúrgica estatal POSCO) em detrimento do consumo e de outras despesas correntes. Ademais, o setor público absorveria uma parcela modesta do crédito das instituições financeiras. Por sua vez, inflação baixa e estável e confiança no comprometimento do governo com políticas desenvolvimentistas de longo prazo, ao reduzirem o nível de incerteza, incentivaram o setor privado a se empenhar na busca de inovações na área produtiva e comercial e no alongamento do horizonte temporal de suas decisões, afastando-o da exploração dos ganhos financeiros de curto prazo.

A experiência coreana dá razão também às análises que, reconhecendo a importância das imperfeições dos mercados no mundo real (como concorrência imperfeita, assimetria de informações nos mercados financeiros, economias de escala, ausência de mercados futuros e de risco para determinados tipos de transação, etc.) vislumbram a potencialidade para interferências governamentais que melhorem a alocação do crédito e promovam a elevação do bem estar econômico. Como já mencionamos, esta concepção deriva a *rationale* para o estado executar políticas que afetem deliberadamente a alocação dos investimentos da discrepância entre retornos marginais privado e social ensejada por estas falhas de mercado. Denunciando a debilidade da suposição de mercados perfeitos dos fatores produtivos presente na teoria ortodoxa e refutando que o livre funcionamento dos mercados garanta a alocação ótima dos recursos, esta perspectiva reúne autores de filiações teóricas as mais diversas (como Amsden, Stiglitz, Wade, Taylor e Zysman) e, portanto, comprometidos com prescrições de políticas e visões políticas distintas, razão pela qual divergem sobre a natureza e o alcance das intervenções do governo.

Desde os anos 60, ficou patente o compromisso do estado coreano com uma estratégia de desenvolvimento de longo prazo e com a dinâmica do processo de industrialização. Por não ignorar as imperfeições de mercado e por reconhecer a

---

1. Todavia, como ressaltam estes dois economistas, este contraste não se deve exclusivamente à situação fiscal diferenciada. Por exemplo, a Coreia em 1981 apresentava um desequilíbrio fiscal semelhante ao do Brasil, não obstante estes dois países apresentarem posteriormente desempenhos díspares. O regime político autoritário e o perfil menos concentrado na distribuição de renda, por exemplo, favoreceram na implementação rápida das medidas amargas de política exigidas para se enfrentar os choques externos.

plasticidade na configuração das vantagens comparativas internacionais, esta *démarche* dinâmica dos *policy-makers* levou-os a interferir na moldagem desta configuração. A acumulação de capital físico e humano constituiu uma variável de política econômica manejada persistente e apropriadamente pelo governo que, alterando a dotação relativa de capital, pôde transformar uma desvantagem competitiva temporária em indústrias intensivas em capital ou em conhecimento progressivamente numa vantagem comparativa. Sua política industrial, envolvendo *targeting* e incentivos de caráter universal (para exportação, capacitação tecnológica, pequenas e médias empresas) e baseada notadamente em instrumentos financeiros, redefiniu constantemente as vantagens comparativas do país, contribuindo para criá-las em setores emergentes ou para mantê-las nos segmentos já estabelecidos em momentos desfavoráveis (recessão internacional, por exemplo). Na Coreia, a exemplo do caso japonês, políticas protecionistas e de garantia de suprimento de capital em indústrias selecionadas foram decisivas para a conquista de competitividade nos mercados internacionais pois viabilizaram a expansão acelerada da produção e da produtividade -- através da assimilação dos ganhos de escala, de aprendizado, e de aperfeiçoamentos tecnológicos. Mediante políticas públicas que promoviam e coordenavam a atuação das empresas privadas (especialmente dos grandes conglomerados) e das empresas estatais e as conduziam para a aquisição gradual de competitividade, o governo redesenhou as vantagens comparativas do país em favor destas indústrias mais complexas. Como observa Stiglitz (1989a, p. 199), "o próprio *learning* e o fato de que o *learning* (e o *learning to learning*) é localizado significa que não será ótimo perseguir políticas míopes; não se pode usar vantagens comparativas correntes como a única base para julgamentos de como alocar recursos. Ademais, pode ser ótimo incorrer inicialmente em perdas; portanto, as imperfeições dos mercados de capital podem impor um impedimento mais sério aos países menos desenvolvidos a usufruírem vantagem dos potenciais para *learning*".

Políticas de crédito subsidiado a indústrias selecionadas e outros procedimentos financeiros repressivos, entretanto, raramente deixaram de ser adotados pelos governos dos demais países em desenvolvimento, sem que a economia da maioria deles apresentasse avanços sustentados em um período de tempo mais longo. O aspecto distintivo que explica o sucesso coreano com o controle financeiro radica no arcabouço institucional que assegurou ao governo o monitoramento e o atrelamento da manutenção dos subsídios ao desempenho do beneficiário. Contando com um corpo burocrático altamente qualificado e com uma estrutura administrativa ágil que permitiam o

monitoramento sistemático dos projetos e a promoção das correções necessárias em resposta a mudanças nos mercados e na tecnologia, o governo dispunha ainda de um arsenal de instrumentos para penalizar o uso indevido dos subsídios creditícios -- corte do crédito subsidiado ou retirada do aval sobre os empréstimos externos (mecanismos de grande efeito, dado o elevado grau de endividamento das empresas), cancelamento de licenças, etc. A própria estratégia orientada para a exportação facilitaria a fiscalização do desempenho dos beneficiários de crédito subsidiado, uma vez que as empresas eram obrigadas a cumprir metas previamente fixadas.

Merecem destaque também o pragmatismo e a flexibilidade institucional que marcaram a conduta do governo. Para além do apego a doutrinas maniqueístas (que imputam o monopólio da responsabilidade das ineficiências e fracassos da economia ao governo ou ao mercado), a burocracia do estado coreano recorreu, dependendo das circunstâncias internacionais e do estágio de desenvolvimento em que a economia se encontrava, tanto a medidas que favoreciam a promoção dos mercados como a outras que inibiam e até mesmo impediam a concorrência.<sup>2</sup> A armação dos arranjos no sistema financeiro, embora subordinada à lógica de assegurar ao governo a pilotagem dos fluxos financeiros (direcionando-os preferencialmente a *targets* específicos), usou e fortaleceu as forças de mercado que colaborariam para o crescimento econômico. Junto com a manutenção do controle patrimonial sobre os bancos especializados e de desenvolvimento, o governo promoveu, por exemplo, a constituição pelo setor privado de diversas modalidades de instituições financeiras não-bancárias (sobretudo a partir do final dos anos 70) e de companhias de *venture capital*. Distintamente do estatismo caricaturizado dos livros-textos, a intervenção do governo coreano na economia não se antagonizou ao mercado, nem o substituiu. Além de fortalecer mercados, o governo criou e fez uso dos mercados, atuando através de políticas que estimulavam e aperfeiçoavam o funcionamento destes -- contribuição notável já que em países menos desenvolvidos os mercados também são menos desenvolvidos, permeados portanto por imperfeições mais acentuadas (Stiglitz, 1992b, p. 222).<sup>3</sup> Estas políticas do tipo *market-conforming* fertilizaram o solo para que germinasse a sinergia entre estado e setor privado. Parceria, cooperação e complementaridade pautaram as relações entre ambos, não obstante a inequívoca assimetria no poder e no peso das decisões. Replica-se, deste

---

2. Os freios à concorrência excessiva justificam-se, por exemplo, pelos ganhos de escala e de *learning* que a maior produção de uma firma enseja. Em alguns setores, esta concorrência controlada, que restringe o número das firmas concorrentes, pode ser um pressuposto para a competitividade nos mercados internacionais.

modo, as interpretações polares sobre o êxito da economia coreana que o associam à onisciência e onipotência ou do estado ou das forças de mercado. Portanto, ao invés de confirmar as pregações do paradigma da repressão financeira, o caso coreano parece endossar a visão alternativa de que a organização do sistema financeiro tem um papel de grande importância em processos de industrialização tardia e de que em economias com escassez de fundos e poupança deficiente a intervenção do governo e do setor público, em particular no sistema financeiro, é crucial para o desenvolvimento.

O *approach* da Economia da Informação mostra-se especialmente apropriado para se entender o êxito da estratégia coreana de desenvolvimento. A construção de um arcabouço institucional envolvendo grandes empresas e agências e instituições do setor público permitiu a atenuação das restrições derivadas das imperfeições de informação inerentes aos mercados financeiros. O governo promoveu o intercâmbio permanente de informações, criou instituições encarregadas de coletar, avaliar e divulgar informações, e incorporou o setor privado no processo de planejamento e de decisão de política econômica. Por sua vez, as várias instâncias da burocracia estatal equiparam-se de mecanismos de monitoramento sobre os beneficiários do crédito racionado subsidiado e de instrumentos de incentivo e de disciplina para que estes atuassem de modo eficiente. A parceria implícita do governo nos riscos dos grandes projetos de investimento privado em atividades não-tradicionais -- caracterizados por maturação longa e ganhos potenciais de aprendizado e de escala -- somou-se à garantia que concedeu aos empréstimos tomados pelas empresas privadas e ao controle patrimonial ou informal que exerceu sobre os bancos para neutralizar a resistência destes em financiar inovações. Por estas mesmas razões, o elevado grau de *leverage* das empresas não inibiu a continuidade dos fluxos de crédito bancário e não-bancário. Esta "sociedade implícita" com o governo tornou as empresas menos avessas ao risco em investimentos nas indústrias selecionadas e rompeu a relação inversa entre capital próprio e aversão ao risco. Empréstimos do exterior às empresas privadas domésticas foram facilitados também mediante a concessão de garantias governamentais de repagamento. Os *chaebols* beneficiaram-se ainda do manejo de fundos entre suas subsidiárias e, graças à propriedade de instituições financeiras não-bancárias e à participação acionária expressiva nos bancos comerciais após estes serem privatizados, do acesso privilegiado aos empréstimos das instituições financeiras. Constituindo "mercados de capitais internos", tiveram êxito em contornar as restrições derivadas das imperfeições

---

3. Através de um sistema complexo de incentivos que estimulava o ingresso de novos concorrentes nos mercados, o governo contribuiu na formação de forças competitivas que, mais tarde, seriam por ele gerenciadas como instrumento

informativas intrínsecas aos mercados financeiros. Além disto, os grandes conglomerados forneciam crédito com recursos próprios ou emprestados a uma rede extensa de fornecedores e de clientes -- tarefa que executou de modo eficiente graças ao conhecimento que detinham sobre a situação de seus parceiros comerciais. Os controles e a disciplina impostos pelo governo evitou que o poderio econômico e financeiro dos conglomerados se orientasse para atividades especulativas ou de *rent seeking*, concentrando-se nos domínios da produção.<sup>4</sup>

Neste sentido, o padrão de financiamento coreano minimizou os problemas de seleção adversa apontados por Stiglitz e Weiss. Problemas de *moral hazard* existiram, mas de natureza distinta da formulada por estes dois economistas. Derivaram do incentivo que as taxas de juros negativas e as garantias governamentais geravam para que as empresas privadas se engajassem em projetos arriscados e em investimentos excessivos. Todavia, graças à disciplina estatal, estes excessos foram episódicos e localizados, do que resulta um balanço líquido altamente favorável sobre a eficácia das políticas financeiras de *upgrading* industrial.

Os arranjos institucionalizados de financiamento e o compromisso do governo com o desenvolvimento coibiram também as flutuações no nível do produto e dos investimentos associadas por Stiglitz e Greenwald a mudanças na disponibilidade e no custo efetivo do capital provocadas por imperfeições informativas nos mercados financeiros. Por exemplo, a elevação no grau de endividamento das empresas engajadas nas indústrias estratégicas durante os anos 70 não implicou o aumento dos custos efetivos do capital pois havia a percepção generalizada do socorro financeiro do governo em caso de *default*. De fato, como foi visto, salvo em 1980, tem prevalecido a expansão sustentada do produto e dos investimentos na economia coreana. Por sua vez, as relações simbióticas entre estado, bancos e indústrias evitaram que mesmo durante o período de estabilização econômica no início dos anos 80 os bancos resistissem à concessão de empréstimos e as empresas a tomá-los. Estas não reagiram ao choque procurando refúgio em maior liquidez ou através de outras estratégias defensivas que poderiam magnificar os efeitos recessivos de um programa de ajustamento. Com isto, a inércia recessiva foi rapidamente quebrada e já em 1982 a economia cresce mais de 15%. Outro ponto levantado por Stiglitz que se manifesta na economia coreana consiste

---

de política econômica.

4. O comando altamente centralizado (patrimonial e administrativamente) dos *chaebols* proporcionaria também uma disciplina interna maior e o remanejamento de recurso entre afiliadas que provavelmente favoreceram uma gestão mais eficiente.

na associação entre o empenho do governo na manutenção de um cenário macroeconômico estável e a maior disposição das firmas a assumirem risco e a se endividarem e dos bancos a concederem empréstimos.

Em suma, restrições nos mercados financeiros impostas pelas dificuldades e custo do acesso à informação presentes nas economias avançadas e, *a fortiori*, nos países em desenvolvimentos (onde são ainda piores) foram enfrentadas com relativo sucesso na Coreia graças à especificidade institucional que organizou a economia, em grande parte concebida e constituída mediante a interferência do estado. Esta organização criou um viés para horizontes temporais longos e atenuou as restrições ao financiamento das inovações, dos projetos de investimentos de grande envergadura, em *learning by doing*, em capacitação tecnológica e, crescentemente nos anos 80, em pesquisa e desenvolvimento. Com isto, promoveu-se a expansão constante da produtividade e da produção, culminando com a conquista de competitividade internacional em produtos intensivos em conhecimento e capital. Ademais, a competência da burocracia estatal na escolha das indústrias a serem subsidiadas e protegidas (centrada nos segmentos cujo retorno social superava em muito o retorno privado) combinada às "rédeas curtas" do governo e à severidade de seu monitoramento inibiram a má alocação dos recursos e desestimularam o desperdício de fundos.<sup>5</sup>

Por último, no que se refere ao formato mais adequado do sistema financeiro para fomentar o desenvolvimento econômico, a experiência coreana vai ao encontro da concepção defendida por Akiüz e Kotte, Stiglitz, Taylor e Zysman acerca da superioridade de um padrão de financiamento assentado no crédito bancário. O sucesso da industrialização retardatária coreana, pautada por uma estratégia coordenada pelo estado, dependeu da formulação de políticas de *targeting* setorial para cuja implementação o manejo seletivo e discricionário pelo governo do crédito bancário foi uma componente crítica. Controlando a alocação dos fundos mobilizados pelos bancos, o governo afetou as escolhas das empresas, induzindo-as aos investimentos em atividades designadas pelos PQDEs. A eficácia no controle do crédito bancário como instrumento de influência nas decisões de investimento do setor privado foi magnificada ainda pelo *leverage* tradicionalmente alto das empresas coreanas: a ameaça de não renovação dos créditos as incentivava a seguir as recomendações governamentais.

---

5. Como ressalva Wade (1990, p. 334), as políticas industriais dos estados desenvolvimentistas da Ásia Oriental caracterizam-se mais pela formação dos vencedores (*making winners*) do que pela sua eleição (*picking winners*).

Provavelmente, o viés para o financiamento do desenvolvimento na Coréia resultou mais do arranjo institucional que combinava mecanismos de incentivo (garantias implícitas ou explícitas, redesconto preferencial, etc.) e compulsórios (*guidelines* para alocação seletiva de fundos) para que os bancos emprestassem às indústrias julgadas prioritárias pelos planos, do que propriamente do controle patrimonial da maior parte da intermediação financeira pelo estado (mantida até o início dos anos 80). O fato de o governo constituir um "parceiro silencioso" dos projetos privados de investimentos em certas indústrias induzia os bancos a concentrar sua carteira de empréstimos nestas indústrias, esperando que em caso de *default* haveria o socorro financeiro do governo.

A eficiência alocativa e de custos de sistemas financeiros organizados em torno de bancos postulada por Akiüz e Kotte encontra respaldo na industrialização coreana. Os bancos privados e públicos garantiram o provimento de fundos a um custo baixo aos setores preferenciais. Mesmo com o afrouxamento das regulamentações sobre a alocação e taxas de juros dos créditos bancários nos anos 80, o governo manteve condições preferenciais de crédito a determinados setores tanto nos bancos estatais (especializados e de desenvolvimento) como nos bancos comerciais privados, além de preservar controles informais para evitar que o custo do financiamento bancário crescesse em demasia. Ademais, o processo de liberalização foi conduzido gradual e cautelosamente pelo governo, sendo seu *timing* subordinado às exigências da política industrial. O processo só foi deflagrado quando a economia havia atingido um grau de desenvolvimento que capacitava suas indústrias a competir nos mercados internacionais. Por sua vez, embora tenha sido significativa a inadimplência dos empréstimos bancários na primeira metade da década de 80 (ocasionando dificuldades aos bancos que tiveram que arcar parcialmente com o ônus do processo de saneamento financeiro das empresas problemáticas em determinadas indústrias), o governo evitou a instabilidade do sistema bancário através de redescontos subsidiados e permissão para que os bancos atuassem em operações mais lucrativas. Além disto, regulamentações prudenciais e mecanismos efetivos de supervisão sobre as atividades dos bancos inibiram a especulação e a assunção de riscos excessivos, obstando em particular o envolvimento dos conglomerados em atividades financeiras especulativas (através da exploração, por exemplo, de informações privilegiadas). Contribuiria também para a eficiência alocativa e de custos dos bancos a estabilidade das políticas e do cenário macroeconômico.

Concluindo, a análise da estratégia coreana de industrialização e da ampla literatura acerca das mediações entre financiamento e desenvolvimento sugere que políticas financeiras se apropriadamente concebidas e executadas pelo estado representam um instrumento poderoso de promoção do crescimento econômico sustentado. Para isto, a alocação de subsídios creditícios deve se submeter a uma política industrial ativa que defina os segmentos em que a taxa de retorno social exceda de modo inequívoco a taxa de retorno privada e, simultaneamente, discipline os beneficiários a atuarem eficientemente. Dadas as profundas imperfeições nos mercados financeiros dos países em desenvolvimento, a garantia pelo estado do suprimento de fundos a custo baixo para indústrias e atividades acuradamente identificadas pelos *policy-makers* (a partir das tendências de desenvolvimento tecnológico prevaletentes nas economias avançadas) é um pressuposto para a inovação na produção e para a assimilação de ganhos constantes de produtividade derivados dos benefícios de escala, da modernização tecnológica e do aprendizado, na ausência dos quais a competitividade nos mercados internacionais é interdita.

Sem obscurecer os desperdícios e fracassos do intervencionismo irrestrito, buscou-se chamar atenção para a precariedade dos fundamentos empíricos e analíticos sobre os quais se assentam as recomendações de remoção das distorções governamentais (como as sugeridas pelo Consenso de Washington) como condição necessária e, para os mais crédulos nos poderes dos mercados, suficiente para a retomada do crescimento e para o funcionamento eficiente da economia. Estas análises negligenciam as falhas dos mercados, em particular as imperfeições dos mercados financeiros, que repercutem decisivamente sobre a acumulação de capital físico e humano, determinante por sua vez, da competitividade no mercado internacional. Contra estas imperfeições, políticas públicas que "distorçam as taxas de juros e a alocação do crédito" no âmbito de uma estratégia industrial ou que fomentem o fortalecimento de grandes empresas eficientes aptas a enfrentar estas imperfeições talvez sejam necessárias.

## BIBLIOGRAFIA

- Abott, Graham. 1985. A Survey on Savings and Financial Development in Asian Developing Countries. *Savings and Development*, v. IX, n. 4.
- Aghevli, Bijan B. e Jorge Márquez-Duarte. 1985. "A Case of Successful Adjustment: Korea's Experience during 1980-84." *IMF Occasional Paper*, n. 39. Washington, D.C.
- Aghevli, Bijan B., James M. Boughton, Peter J. Montiel, Delano Vilanueva e Geoffrey Woglom. 1990. "The Role of National Saving in The World Economy - Recent Trends and Prospects." *IMF Occasional Paper*, n. 67. Washington, D.C.
- Akerlof, George A. 1970. The Markets for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, v. LXXXIV, n. 3.
- Akiüz, Yilmaz e Detlef Kotte. 1991. "Financial Policies in Developing Countries: Issues and Experience." *UNCTAD Discussion Papers*, n. 40.
- Akiüz, Yilmaz. 1993. "Financial Liberalization: the Key Issues." *UNCTAD Discussion Papers*, n. 56.
- Amsden, Alice H. e Yoon-Dae Euh. 1990. "Republic of Korea's Financial Reform: What are the lessons?" *UNCTAD Discussion Papers*, n. 30.
- Amsden, Alice H. e Yoon-Dae Euh. 1993. South Korea's 1980s Financial Reforms: Good-Bye Financial Repression (Maybe), Hello New Institutional Restraints. *World Development*, v. 21, n. 3.
- Amsden, Alice. 1988. Crecimiento y Estabilización en Corea: 1962-1984. *El Trimestre Económico*, v. LV, n. 3.
- Amsden, Alice. 1989. *Asia's Next Giant: South Korea and Late Industrialization*. Oxford: Oxford University Press.
- Arida, Pérsio. 1986. Macroeconomic Issues for Latin America. *Journal of Development Economics*, n. 22.
- Arrieta, Gerard M. Gonzales. 1988. Interest Rates, Savings and Growths in LDCs: An Assessment of Recent Empirical Research. *World Development*, v. 16, n. 5.
- Balassa, Bela. 1988. The Lessons of East Asia Development: an Overview. *Economic Development and Cultural Change*, v. 36, n. 3.
- Baltensperger, Ernst. 1987. Credit. In *The New Palgrave: a Dictionary of Economics*, editado por Murray Milgate, Peter Newman e John Eatwell.
- Bank of Korea. 1990a. *Financial System in Korea*. Seoul: The Bank of Korea.
- Bank of Korea. 1990b. *Financial Reform and Monetary Policy in Korea*. Seoul: The Bank of Korea.

- Bank of Korea. 1992. *Financing for the Small-and-Medium-Scale Industries in Korea*. Seoul: The Bank of Korea.
- Bank of Korea. 1993. *Monetary Policy and its Instruments*. Seoul: The Bank of Korea.
- Blanchard, O. e S. Fischer. 1989. *Lectures on Macroeconomics*. Cambridge: The MIT Press.
- Blinder, Alan S. e Joseph E. Stiglitz. 1983. Money, Credit Constraints and Economic Activity. *The American Economic Review*, v. 73, n. 2.
- Buffie, Edward. 1984. Financial Repression, the New Structuralists, and Stabilization Policy in Semi-Industrialized Economies. *Journal of Development Economics*, n. 14.
- Cargill, Thomas. 1990. Korean Financial Liberalization: Lessons from the Japanese Experience. *Japan and the World Economy*, n. 22.
- Chang, Ha-Joon. 1993. The Political Economy of Industrial Policy in Korea. *Cambridge Journal of Economics*, v. 17.
- Cho, Yoon e David Cole. 1986. *The Role of the Financial Sector in Korea's Structural Adjustment*. Seoul: Korea Development Institute.
- Cho, Yoon Je. 1986. Inefficiencies from Financial Liberalization in the Absence of Well Functioning Equity Markets. *Journal of Money, Credit and Banking*, v. 18, n. 2.
- Cho, Yoon Je. 1988. The Effect of Financial Liberalization on the Efficiency of Credit Allocation: Some Evidence from Korea. *Journal of Development Economics*, v. 29, n. 1.
- Cole, David e Yung Chul Park. 1983. *Financial Development in Korea, 1945-1978*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Collins, Susan. 1987. Comments and Discussions on "Korean Growth Policy". *Brooking Papers on Economic Activity*, n. 2.
- Diaz-Alejandro, C. 1985. Good-bye financial repression, hello financial crash. *Journal of Development Economics*, v. 19, n. 1.
- Dornbusch, Rudiger e Alejandro Reynoso. 1989a. Fatores Financeiros no Desenvolvimento Econômico. *Revista Brasileira de Economia*, n. 4.
- Dornbusch, Rudiger e Alejandro Reynoso. 1989b. Financial Factors in Economic Development. *The American Economic Review*, n. 79 (2).
- Dornbusch, Rudiger e Yung Chul Park. 1987. Korean Growth Policy. *Brooking Papers on Economic Activity*, n. 2.
- Dutt, Amitava Krishna. 1991. Interest Rate Policy in LDCs: a Post Keynesian View. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 13, n. 2.
- Economic Planning Board (vários números). *Economic Bulletin*.

- Edwards, S. 1988. Financial Deregulation and Segmented Capital Markets: The Case of Korea. *World Development*, v. 16, n. 1.
- Far Eastern Economic Review (vários números).
- Fisher, Irving. 1933. The Debt Deflation Theory of Great Depressions. *Econometrica*, v. 1, n. 4.
- Fondo Monetario Internacional. 1993. *Estadísticas Financieras Internacional: Anuario*.
- Fry, Maxwell J. 1982. Models of Financially Repressed Developing Economies. *World Development*, v. 10, n. 9.
- Fry, Maxwell J. 1988. *Money, Interest and Banking in Economic Development*. Baltimore: The Johns Hopkins University Press.
- Galbis, Vicente. 1977. Financial Intermediation and Economic Growth in LDCs: a Theoretical Approach. *Journal of Development Studies*, v. 13, n. 2.
- Galbis, Vicente. 1986. Financial Sector Liberalization under Oligopolist Conditions and a Bank Holding Company Structure. *Savings and Development*, v. X, n. 2.
- Gerschenkron, Alexander. 1962. *Economic Backwardness in Historical Perspective*. Cambridge: Harvard University Press.
- Gertler, Mark. 1988. Financial Structure and Aggregate Economic Activity: an Overview. *Journal of Money, Credit and Banking*, v. 20, n. 3.
- Giovannini, Alberto. 1983. The Interest Elasticity of Savings in Developing Countries: The Existing Evidence. *World Development*, v. 11, n. 7.
- Giovannini, Alberto. 1985. Saving and the Real Interest Rate in LDCs. *Journal of Development Economics*, v. 18, n. 2-3.
- Goodfriend, Marvin. 1988. Comment on "Financial Structure and Aggregate Economic Activity". *Journal of Money, Credit and Banking*, v. 20, n. 3.
- Greenwald, Bruce e Joseph Stiglitz. 1988a. Imperfect Information, Finance Constraints, and Business Fluctuations. In *Finance Constraints, Expectations, and Macroeconomics*, editado por Meier Kohn e Sho-Chieh Tsiang. Oxford: Clarendon Press.
- Greenwald, Bruce e Joseph Stiglitz. 1988b. Money, Imperfect Information, and Economic Fluctuations. In *Finance Constraints, Expectations, and Macroeconomics*, editado por Meier Kohn e Sho-Chieh Tsiang. Oxford: Clarendon Press.
- Greenwald, Bruce, Joseph E. Stiglitz e Andrew Weiss. 1984. Informations Imperfections in the Capital Market and Macroeconomics Fluctuations. *The American Economic Review*, v. 74, n. 2.
- Greenwood, John. 1986. Financial Liberalization and Innovation in Seven East Asian Economies. In *Financial Innovation and Monetary Policy: Asia and the West*, editado por Yoshio Suzuki e Hiroshi Yomo. Tóquio: University of Tokyo Press.

- Gurley, J. e E. Shaw. 1960. *Money in a theory of finance*. Washington: Brookings Institution.
- Hanson, James A. e Craig Neal. 1985. "Interest Rate Policies in Selected Developing Countries, 1970-1982." *World Bank Staff Working Papers*, n. 753.
- Harris, James W. 1979. Financial Deepening as a Prerequisite to Investment Growth: Empirical Evidence from five East Asian Economies. *The Developing Economies*.
- Hobday, Michael. 1991. *The Needs and Possibilities for Cooperation between Selected Advanced Developing Countries and the Community in the Field of Science and Technology: Country Report on the Republic of Korea*. Luxembourg: Comission of the European Communities.
- Hong, Wontack e Yung Chul Park. 1986. The Financing of Export-Oriented Growth in Korea. In *Pacific Growth and Financial Interdependence*, editado por Augustine Tan e Basant Kapur. Sidney: Allen and Unwin.
- Hong, Wontack. 1987. Export-Oriented Growth and Trade Patterns of Korea. In *Trade and Structural Change in Pacific Asia*, editado por Colin Bradford e William Branson. Chicago: The University of Chicago Press.
- Iqbal, F. 1988. External Financing for Korea: The Next Phase. *World Development*, v. 16, n.1.
- Ito, Kazushita. 1984. Development Finance and Commercial Banks in Korea. *The Developing Economies*, v. XXII, n. 4.
- Kapur, B. 1992. Formal and Informal Financial Markets, and the Neo-Structuralist Critique of the Financial Liberalization Strategy in Less Developed Countries. *Journal of Development Economics*, v. 38.
- Kapur, Basant. 1976. Alternative Stabilization Policies for Less-Developed Economies. *Journal of Political Economy*, v. 84, n. 4.
- Keynes, J. M. 1983. *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. São Paulo: Abril Cultural.
- Khatkhate, Deena R. 1988. Assessing the Impact of Interest Rates in Less Developed Countries. *World Development*, v. 16, n. 5.
- Khatkhate, Deena. 1982. National and International Aspects of Financial Policies in LDCs: a Prologue. *World Development*, v. 10, n. 9.
- Kim, Hee-Nam. 1988. The insurance industry in Korea. *Monthly Review*, v. XXII, n. 10.
- Kim, Sung-Geug. 1994. Flow of Funds in Korea. *Quarterly Review*, v. XXVIII, n. 1.
- Kim, Young Sik. 1988. Financial Market Behavior and Balance of Payments During the Periods of Partial Financial Reform in Korea, 1976-81. *The Developing Economies*, v. XXVI, n. 3.

- Kimn, Kyeong-Su. 1989a. Korea's Capital Market Internalization Plan for 1989-1992. *Monthly Review*, v. XXIII, n. 2.
- Kimn, Kyeong-Su. 1989b. The Privatization of Public Enterprises in Korea. *Monthly Review*, v. XXIII, n. 11.
- Kitchen, Richard L. 1986. *Finance for the Developing Countries*. John Wiley and Sons.
- Kohsaka, Akira. 1984. The High Interest Rate Policy under Financial Repression. *The Developing Economies*, v. XXII, n. 4.
- Kohsaka, Akira. 1987. Financial Liberalization in Asian NICs: A Comparative Study of Korea and Taiwan. *The Developing Economies*, v. XXV, n. 4.
- Korea Development Bank. 1992. *Annual Report*.
- Korea Exchange Bank. (Vários Números). *Monthly Review*.
- Korea Exchange Bank. (Vários Números). *Quarterly Review*.
- Korea Exchange Bank. 1989. *The Korean Economy*. Seoul: Korea Exchange Bank.
- Korea Exchange Bank. 1991. *Annual Report*.
- Kuznets, Paul. 1990. Indicative Planning in Korea. *Journal of Comparative Economics*, n. 14.
- Kwack, Sung Y. e Un Chan Chung. 1986. The Role of Financial Policies and Institutions in Korea's Economic Development Process. In *Financial Policy and Reform in Pacific Basin Countries*, editado por Hang-Sheng Cheng. Lexington: Lexington Books.
- Kwack, Sung Yeung. 1990a. The Economic Development of the Republic of Korea, 1965-1981. In *Models of Development: a Comparative Study of Economic Growth in South Korea and Taiwan*, editado por Lawrence J. Lau. San Francisco: ICS Press.
- Kwack, Sung Yeung. 1990b. The Economy of South Korea, 1980-1987. In *Models of Development: a Comparative Study of Economic Growth in South Korea and Taiwan*, editado por Lawrence J. Lau. San Francisco: ICS Press.
- Kwag, Dae-Hwan. 1989. Foreign Exchange Market in Korea. *Monthly Review*, v. XXIII, n. 9.
- Kwon, Il Min. 1991. Korean Financial Markets Preparing for Internationalization. *Monthly Review*, v. XXV, n. 3.
- Kyu, Park Pyeong. 1992. Financial Market Opening in Korea. *Quarterly Review*, v. XXVI, n. 3.
- Kyu, Park Pyeong. 1992. Financial Market Opening in Korea. *Monthly Review*, v. XXVI, n. 3.

- Landell-Mills, Joslin. 1985. Corporações de Financiamento do Desenvolvimento: Experiências na Índia e na Coréia. *Finanças e Desenvolvimento*, março.
- Lanyi, Anthony e Rusdu Saracoglu. 1983. Interest Rate Policies in Developing Countries. *IMF Occasional Paper*, n. 22. Washington, D.C.
- Ledyard, John. 1989. Market Failure. In *The New Palgrave: Allocation, Information and Markets*. London: Macmillan Press.
- Lee, Chang-Kyu. 1986. Financial Reform Experiences in Korea. In *Financial Policy and Reform in Pacific Basin Countries*, editado por Hang-Sheng Cheng. Lexington: D. C. Heath and Co., Lexington Books.
- Lee, Chong-Hwan. 1987. Korea's Experience with External Debt. *Monthly Review*, v. XXI, n. 3.
- Lee, Chung H. 1992. The Government, Financial System and Large Private Enterprises in the Economic Development of South Korea. *World Development*, v. 20, n. 2.
- Leipziger, Daniel M. 1988. Industrial Restructuring in Korea. *World Development*, v. 16, n. 1.
- Leite, Sérgio Pereira e Reza Vaez-Zadeh. 1986. Credit Allocation and Investment Decisions: The Case of the Manufacturing Sector in Korea. *World Development*, v. 14, n. 1.
- Leite, Sergio Pereira e V. Sundararajan. 1990. Liberalização de Taxas de Juros: Alguns Aspectos. *Finanças e Desenvolvimento*.
- Li, Kui Wai e Michael T. Skully. 1991. Financial Deepening and Institutional Development: Some Asian Experiences. *Savings and Development*, v. XV, n. 2.
- Li, Kui Wai e Michael T. Skully. 1992. Accumulation of Financial Resources in Asian Economies. *Savings and Development*, v. XVI, n. 3.
- Liang, Neng. 1991. Beyond Import Substitution and Export Promotion: a New Typology of Trade Strategies. *The Journal of Development Studies*, v. 28, n. 3.
- Lin, Ching-Yuan. 1988. East Asia and Latin America as Contrasting Models. *Economic Development and Cultural Change*, v. 36, n. 3.
- Lucky Securities. *A Practical Guide to Investment in Korean Securities*.
- Macedo, Jorge de. 1988. Comments on "Financial Liberalization in Retrospect: Interest Rate Policies in LDCs". In *The State of Development Economics: Progress and Perspectives*, editado por Gustav Ranis e T. Shultz. Oxford: Basil Blackwell.
- Mahler, Walter. 1990. O Crescimento do Mercado de Capitais Coreano. *Finanças e Desenvolvimento*, junho.
- McKinnon, Ronald I. 1973. *Money and Capital in Economic Development*. Washington, D.C.: The Brookings Institution.

- McKinnon, Ronald I. 1980. Financial Policies. In *Policies for Industrial Progress in Developing Countries*, editado por John Cody e outros. New York: Oxford University Press.
- McKinnon, Ronald I. 1984. The International Capital Market and Economic Liberalization in LDCs. *The Developing Economies*, v. XXII, n. 4.
- McKinnon, Ronald I. 1988a. "Financial Liberalization and Economic Development: a Reassessment of Interest-Rate Policies in Asia and Latin America." *IMF Occasional Paper*, n. 6.
- McKinnon, Ronald I. 1988b. Financial Liberalization in Retrospect: Interest Rate Policies in LDCs. In *The State of Development Economics: Progress and Perspectives*, editado por Gustav Ranis e T. Shultz. Oxford: Basil Blackwell.
- Mendonça Netto, Horácio e Walter Ness Jr. 1978. *Mercado de Capitais e Desenvolvimento Econômico: a Experiência Sul-Coreana*. Rio de Janeiro: IBMEC.
- Nam, Sang-Woo. 1991. Korea's Financial Policy and its Consequences (*paper*).
- Naya, Seiji, Miguel Urrutia, Shelley Mark e Alfredo Fuentes. 1989. *Lessons in development: a Comparative Study of Asia and Latin America*. San Francisco: ICEG.
- Pack, Howard e Larry Westphal. 1986. Industrial Strategy and Technological Change, Theory versus Reality. *Journal of Development Economics*, n. 22.
- Park, Soon Poong. 1989. Financial Repression and Liberalization in Korea. *Monthly Review*, v. XXIII, n. 10.
- Park, Yung Chul. 1986. Foreign Debt, Balance of Payments and Growth Prospects: The Case of The Republic of Korea, 1965-88. *World Development*, v. 14, n. 8.
- Postlewaite, A. 1989. Asymmetric Information. In *The New Palgrave: Allocation, Information and Markets*. London: Macmillan Press.
- Rhee, Sungsup. 1988. Recent Industrial Adjustments of Korean Economy and Underlying Policy Reforms. *The Developing Economies*, v. XXVI, n. 3.
- Rhee, Yung Whee, Bruce Ross-Larson e Garry Pursell. 1984. *Korea's Competitive Edge: Managing the Entry into World Markets*. Baltimore: Johns Hopkins University Press.
- Roh, Choong-Hwan. 1990. Korea Corporate Financing. *Monthly Review*, v. XXIV, n. 4.
- Sachs, J. 1986. External Debt and Macroeconomic Performance in Latin America and East Asia. *Brookings Papers on Economic Activity*, v. 2.
- Sakong, Il. 1990. Indicative Planning in Korea: Discussion. *Journal of Comparative Economics*, 14.
- Shaw, E. S. e John G. Gurley. 1955. Financial Aspects of Economic Development. *The American Economic Review*, v. XLV, n. 4.

- Shaw, E. S. e John G. Gurley. 1967. Financial Structure and Economic Development. *Economic Development and Cultural Change*, v. 15, n. 3.
- Shaw, Edward S. 1973. *Financial Deepening in Economic Development*. New York: Oxford University Press.
- Singh, Ajit. 1992. The Stock-Market and Economic Development: Should Developing Countries Encourage Stock-Markets?. *UNCTAD Discussion Papers*, n. 49.
- Stiglitz, Joseph e Andrew Weiss. 1981. Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *The American Economic Review*, v. 71, n. 3.
- Stiglitz, Joseph. 1989a. Markets, Markets Failures, and Development. *The American Economic Review*, v. 79, n. 2.
- Stiglitz, Joseph. 1989b. Financial Markets and Development. *Oxford Review of Economy Policy*, v. 5, n. 4.
- Stiglitz, Joseph. 1990. Governo, Mercado Financeiro e Desenvolvimento Econômico. *Revista Brasileira de Economia*, v. 44, n. 3.
- Stiglitz, Joseph. 1992a. Capital Markets and Economic Fluctuations in Capitalist Economies. *European Economic Review*, v. 36.
- Stiglitz, Joseph. 1992b. Explaining Growth: Competition and Finance. *Rivista Di Politica Economica*, v. LXXXII, n. XI.
- Studart, Rogério. 1993. O Sistema Financeiro e o Financiamento do Crescimento: uma Alternativa Pós-Keynesiana à Visão Convencional. *Revista de Economia Política*, v. 13, n. 1.
- Taylor, Lance. 1983. *Structuralist Macroeconomics: Applicable Models for the Third World*. New York: Basic Books.
- Taylor, Lance. 1993. The Rocky Road to Reform: Trade, Industrial, Financial, and Agricultural Strategies. *World Development*, v. 21, n. 4.
- Tobin, James. 1965. Money and Economic Growth. *Econometrica*, v. 33, n. 4.
- Tobin, James. 1984. On the Efficiency of the Financial System. *Lloyds Bank Review*, n. 153.
- United Nations. (Vários Anos). *National Accounts Statistics: Analysis of Main Aggregates*.
- Vianna, Sérgio Bessemer. 1987. A Política Econômica no Segundo Governo Vargas. Rio de Janeiro: BNDES.
- Virmani, Arvind. 1985. "Government Policy and the Development of Financial Markets: The Case of Korea." *World Bank Staff Working Papers*, n. 747. Washington, D.C.
- Vittas, Dimitri e Bo Wang. 1991. *Credit Policies in Japan and Korea: a Review of the Literature*. PRE Working Paper Series n. 747. Washington, D.C.: The World Bank.

- Wade, Robert. 1990. *Governing the Market*. Princeton: Princeton University Press.
- Weiss, Laurence. 1988. Comment on "Financial Structure and Aggregate Economic Activity: an Overview". *Journal of Money, Credit and Banking*, v. 20, n. 3.
- Westphal, Larry e K. S. Kim. 1982. Korea. In *Development Strategies in Semi-Industrial Economies*, editado por Balassa and Associates. Washington, DC: World Bank.
- Westphal, Larry. 1990. Industrial Policy in an Export-Propelled Economy: Lessons from South Korea's Experience. *The Journal of Economic Perspectives*, v. 4, n. 3.
- Wijnbergen, Sweder van. 1982. Stagflacionary Effects of Monetary Stabilization Policies: A Quantitative Analysis of South Korea. *Journal of Development Economics*, v. 10.
- Wijnbergen, Sweder van. 1983. Interest Rate Management in LDCs. *Journal of Monetary Economics*, v. 12.
- Wijnbergen, Sweder van. 1985. Macroeconomic Effects of Changes in Bank Interest Rates: Simulation Results for South Korea. *Journal of Development Economics*, v. 18, n. 2-3.
- Williamson, John. 1990. *The Progress of Policy Reform in Latin America*. Washington, DC: Institute for International Economics.
- World Bank. 1984. *Korea: Development in a Global Context*. Washington, D.C.: World Bank.
- World Bank. 1987. *Korea: Managing the Industrial Transition* (v. I e II). Washington D.C.: World Bank.
- World Bank. 1989. *World Development Report: Financial Systems and Development*. Washington, D.C: World Bank.
- World Bank. 1993. *World Development Report: Investing in Health*. Washington, D.C: World Bank.
- Zoninsein, Jonas. 1989. O Circuito Financiamento-Investimento-Poupança Financeira. In *Ensaio sobre Economia Política Moderna: Teoria e História do Pensamento Econômico*, organizado por Edward Amadeo. São Paulo: Editora Marco Zero.
- Zysman, John. 1983. *Governments, Markets and Growth: Financial Systems and the Politics of Industrial Change*. Ithaca: Cornell University Press.