

UFRRJ

INSTITUTO DE CIÊNCIAS HUMANAS E SOCIAIS

**PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM
DESENVOLVIMENTO, AGRICULTURA E
SOCIEDADE**

TESE

**Financiamento do desenvolvimento: teoria,
experiência coreana (1950-80) e reflexões
comparativas ao caso brasileiro**

Lavinia Barros de Castro

2006



**UNIVERSIDADE FEDERAL RURAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE CIÊNCIAS HUMANAS E SOCIAIS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DESENVOLVIMENTO,
AGRICULTURA E SOCIEDADE**

**FINANCIAMENTO DO DESENVOLVIMENTO: TEORIA,
EXPERIÊNCIA COREANA (1950-80) E REFLEXÕES COMPARATIVAS
AO CASO BRASILEIRO**

LAVINIA BARROS DE CASTRO

Sob Orientação do Professor

Gary Dymski

Tese submetida como requisito parcial para
obtenção do grau de **Doutor de Ciências
Sociais**.

Rio de Janeiro, RJ
Setembro de 2006

338.981 Castro, Lavinia Barros de.
C355f Financiamento do Desenvolvimento: teoria,
T experiência coreana (1950-80) e reflexões
comparativas ao caso brasileiro / Lavinia Barros de
Castro. – 2006.
260f.

Orientador: Gary Dymki.

Tese (doutorado) – Universidade Federal Rural do
Rio de Janeiro, Instituto de Ciências Humanas e
Sociais.

Bibliografia: f. 246-254.

1. Desenvolvimento econômico – Financiamento –
Brasil – Teses. 2. Desenvolvimento econômico –
Financiamento – Coréia – Teses. 3. Sistemas de
financiamento – Teses. I. Dymki, Gary. II.
Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro.
Instituto de Ciências Humanas e Sociais. III. Título.

**UNIVERSIDADE FEDERAL RURAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE CIÊNCIAS HUMANAS E SOCIAIS
CURSO DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DESENVOLVIMENTO, AGRICULTURA E
SOCIEDADE**

LAVINIA BARROS DE CASTRO

Tese submetida ao Curso de Pós-Graduação em Desenvolvimento, Agricultura e Sociedade, como requisito parcial para obtenção do grau de Doutor de Ciências Sociais em Desenvolvimento Agricultura e Sociedade.

TESE APROVADA EM 15/09/2006

Gary Dymski (Dr.)
University of Califórnia, Sacramento
(Orientador)

Nelson Giordano Delgado (Dr.)
Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro, CPDA

Jennifer Hermann (Dra.)
Universidade Federal do Rio de Janeiro, IE

Francisco Eduardo Pires de Souza (Dr.)
Universidade Federal do Rio de Janeiro, IE

Ernani Teixeira (Dr.)
BNDES

“Em um bailarino existe a reverência às coisas esquecidas como ... sua delicada força. Em um pensador existe a reverência à beleza da mente alerta, direcionada e lúcida ... Em cada um é o exercício de um dedicado e preciso conjunto de atos, físicos ou intelectuais, de onde vem a forma da realização, o sentido de nosso ser ... Dançar parece glamuroso, fácil e encantador. Mas ... existe fadiga tão grande que o corpo chora, mesmo no seu sono. Existem tempos de completa frustração, existem pequenas mortes diárias ... Eu sou (essencialmente) uma bailarina.” Martha Graham, parenteses meus.

Ao
Alexandre, que com seu humor e
carinho, completa a minha existência. E
a nossa filha que está por vir.
Com muito amor.

AGRADECIMENTOS

Considero meu doutorado no CPDA uma audaciosa e prazerosa aventura.

Em primeiro lugar, pelo seu formato inovador: módulos intensivos de aulas (seguidos de trabalhos a distancia) com renomados professores internacionais tais como: Peter Evans (Berkeley), Geoffrey Hodgson (Hertfordshire), Jan Kregel (United Nations), Ha-Joon-Chang (Cambridge), Eric Heiner (Thulin), Benjamin Coriat (Paris XIII) e, *last but not least*, Gary Dymisky (Sacramento).

O Professor Dymisky aceitou a difícil tarefa de ser meu orientador quando essa tese já estava em seu processo final de redação, substituindo o Professor Leonardo Burlamaqui (agora na Fundação Ford - New York). Por isso o agradeço em particular – e inicio essa lista deixando registrada minha admiração por seu trabalho; e pela sua generosidade.

É comum em dedicatórias o agradecimento à mãe, mas, no meu caso, ele é duplo. Minha mãe, que tanto admiro intelectualmente, fazia parte do quadro do CPDA e por isso passou a ser ainda mais “onipresente e oniausente” em minha vida (quem a conhece, entende). Ana Célia é uma interlocutora ativa de grande espírito crítico, mas também de grande generosidade. Capaz de salvar-nos quando, exaustos e deprimidos, acreditamos que nosso trabalho não faz nenhum sentido. Ela é capaz de dar rumo e organizar aquilo que, a principio, parece apenas uma massa disforme de idéias (e muitas vezes a impressão procede). Ela é (para todos os alunos) uma doce mãe coruja, sempre orgulhosa de seus “filhotes”; uma “parteira de teses”, como costuma dizer. Esse trabalho é, em grande medida, uma homenagem a ela, com muito amor, de uma filha também coruja.

O CPDA é, a bem dizer, uma instituição muito peculiar, sobretudo pelo sentimento de que fazemos todos, parte de um grande time, embora bastante heterogêneo em interesses. Gostaria de agradecer à Instituição pela oportunidade deste doutorado e, em particular, ao empenho da Professora Leonilde e do Professor Sérgio em viabilizar meu sanduíche em Berkeley. Agradeço também a Tereza, que de forma competente tanto me ajudou. Como filha da Ana, cresci convivendo com os Professores do CPDA e meu carinho pela Silvana, Ly, Leonilde, pelo John e pelo Nelson são de longa data. Por fim, ainda aqui, gostaria de lembrar de algumas novas amigas conquistadas: Cláudia, Estela e Pasin, com quem formei um círculo de apoio para que pudéssemos sobreviver à árdua tarefa de nos multiplicarmos em funções acadêmicas e de trabalho.

Mas afirmo de início que este doutorado foi também uma aventura – e devo esclarecer o porquê. Fiz todos os cursos trabalhando no BNDES, dando aulas de economia brasileira no IBMEC e fazendo cursos de matemática externos na EPGE-FGV, que julgava importantes para minha formação. Beirei a loucura, é verdade, (cheguei a entrar duas vezes em crise de labirintite), mas foi, digamos, uma doce loucura, onde o prazer de aprender mais do que compensava. Na EPGE devo agradecer a diversos Professores, em particular ao Dr. Fernando Holanda Barbosa a Dra. Cristina Terra, pelo apoio.

Dividida em tantas tarefas, a redação desta tese só se tornou possível porque obtive junto a CAPES – e com a permissão e o apoio financeiro do BNDES – uma licença de um ano. Pude

assim realizar um antigo sonho: fazer meu sanduíche em Berkeley, Califórnia. Gostaria de agradecer a ambas as Instituições e ao então Diretor da Área Administrativa do Banco, Dr. Carlos Kawal, pelo empenho. Ao Dr. Demian Fiocca, com quem tive o prazer de trabalhar, agradeço a compreensão e o apoio na fase final de elaboração da tese.

A experiência de estudar na Universidade de Berkeley, na Califórnia, foi das mais interessantes de minha vida. Tive acesso a bibliotecas incríveis e assisti a aulas ministradas pelos próprios autores dos livros que estudei. Tive como orientador o Professor Barry Eichengreen, que tanto admiro, e ainda a possibilidade de conviver em um ambiente acadêmico repleto de discussões e seminários memoráveis. Meus agradecimentos ao Professor Eichengreen, pela sua generosidade intelectual e pelo privilégio de tê-lo como interlocutor.

Devo também agradecer ao *Center for Latin American Studies*, que me acolheu como visitante (onde obtive uma sala para a realização da minha pesquisa de tese) e ao Professor Harley Shaiken (Coordenador do Centro), em particular. Obrigada também ao Professor Peter Evans, que me apoiou como amigo em todo o período que lá estive. Em especial sou grata ao Professor Márcio Holland que, em Berkeley para seu pós-doutorado, teve enorme paciência em me explicar como operar pacotes estatísticos e me tirou inúmeras dúvidas em econometria de painel. Márcio me ajudou na parte empírica desta tese e foi um importante interlocutor – além de um generoso amigo para enfrentar as dificuldades cotidianas comuns a quando se está no exterior.

Fiz muitas novas amigas em Berkeley e gostaria de ressaltar, em primeiro lugar, a Carol e Gregório, colegas da FGV, que me acolheram tão prontamente em sua casa quando cheguei ao país, completamente perdida. A Meg, a americana mais carioca que jamais conheci; a Mônica, Dionícia, Prasad, Daniel e Barrie. Graças aos amigos, Berkeley foi também uma maravilhosa experiência de vida.

Um agradecimento especial deve ser feito a minha sogra, Elizabeth Horstmann, que com infundável paciência e boa vontade reviu todos os meus erros de vírgulas, de ortografia e de alguns (confesso) tristes erros de concordância. Muito, muito obrigada.

Chega a vez de agradecer aos meus colegas do BNDES e aqui a lista cresce. Como disse, fiz meu doutorado trabalhando no Banco. Por isso, agradecerei de forma rápida a um grande número de pessoas: à doce Beth; ao sofisticado Guilherme Pfister; à elegante Maria Elisa, ao Superintendente Renato Sucupira, que foi um verdadeiro professor de “instituições públicas de financiamento”; aos meus grandes amigos Fabrício e Marco Aurélio, com quem tive remarcáveis discussões sobre teoria econômica e filosofia política que terminavam, impreterivelmente, em grandes gargalhadas (já que nenhum de nós se leve muito a sério); a um time de colegas maravilhosos como Heleninha, Márcio Macedo & Márcio Migon, a paciente Luciene, à espevitada Rose, à Sylvia, que me adotou como filha; ao Ernani Teixeira, cuja maior característica é ser um caldeirão de idéias efervescentes; aos meus velhos e bons amigos de faculdade e agora colegas de BNDES (Luiz Daniel, Rômulo e Gabriel Lourenço); ao generoso “mago dos gráficos”, Puga; ao excêntrico e perspicaz Chico Marcelo; a “organizadora de nosso caos” Gisele; a “determinada sem perder a doçura” Yolanda; e mais recentemente as workhollic Cassiana e Ana Cláudia, que têm sido tão generosas comigo. Por fim, devo agradecer ao time de estagiários do Banco, em especial à Raquel, que contratei para tabular (fora do expediente) muitas de minhas tabelas; a Tatiana e ao Eliel, que traduziram parte dos meus rabiscos em inglês. Até minhas irmãs queridas, Ana Clara e Isabel, acabaram

me ajudando com a tradução de tabelas e bibliografias, quando eu, gravidézima, corria contra o tempo.

Um agradecimento especial deve ser feito à Helena Tenório, minha colega de mestrado, e primeira gerente no BNDES. Helena sempre me deu total liberdade e apoio, seja para assuntos do banco seja em discussões mais teóricas sobre financiamento. De forma paciente e brincalhona Helena foi aos poucos me corrigindo – sobretudo no que se refere a como se portar numa grande e hierárquica instituição como BNDES. Até hoje, é minha principal consultora para assuntos institucionais no Banco e tantos outros aspectos da vida, como grande amiga que é.

Devo ainda agradecer aos meus inseparáveis amigos de infância: Ciça, Pedro, Luiz e Duda, por acreditarem em meu projeto e reverenciar meus eternos mestres: Fernando Cardim, Rogério Studart e Jennifer Hermann.

Por fim, com todo o meu amor, agradeço ao meu querido pai e mestre. Com ele aprendi, desde cedo, a “beleza de ser um eterno aprendiz”.

LISTA DE TABELAS

| | | |
|---------------|--|-----|
| Tabela I | Empréstimos e Depósitos das Instituições Financeiras durante a Ocupação Japonesa | 70 |
| Tabela II | Composição dos Empréstimos | 71 |
| Tabela III | Taxas Anuais de Crescimento do PIB por Indústria | 77 |
| Tabela IV | Oferta de moeda e índices de preço no varejo (1950-1953) | 80 |
| Tabela V | Participação dos principais bancos no total de empréstimos bancários (1955-1960) | 82 |
| Tabela VI | Composição e Crescimento do PNB (1961-71) | 89 |
| Tabela VII | Coréia: Exportação e Importação (1960-71) | 90 |
| Tabela VIII | Taxas e performance no primeiro plano de cinco anos (1962-1966)..... | 91 |
| Tabela IX | Segundo Plano Quinquenal de Desenvolvimento (1967-1971)..... | 93 |
| Tabela X | Valores e Percentuais em Depósitos, Empréstimos e Garantias em Moeda Estrangeira nos Principais Bancos | 97 |
| Tabela XI | Principais mudanças ocorridas na economia | 105 |
| Tabela XII | Renda Mensal Média | 106 |
| Tabela XIII | Composição Industrial do Investimento Público | 110 |
| Tabela XIV | Principais Indicadores – Coréia (1971-1980) | 111 |
| Tabela XV | Comparação Internacional do Custo Unitário de Trabalho | 112 |
| Tabela XVI | Dívida Externa Coreana (1973-1986) | 113 |
| Tabela XVII | Evolução dos juros e outros rendimentos (1960-1978) | 114 |
| Tabela XVIII | Empréstimos por indústria | 117 |
| Tabela XIX | Desenvolvimento Financeiro, Inflação e Taxas de Juros | 118 |
| Tabela XX | Valores e percentuais dos depósitos em diversos tipos de bancos (1965-1978) | 119 |
| Tabela XXI | Preço de ações e dividendos (1971-1978) | 121 |
| Tabela XXII | Taxa de Juros Anual Média, Depósitos a Prazo e de Poupança, Empréstimos e Oferta de Moeda | 123 |
| Tabela XXIII | Aumento na poupança privada (firmas e consumidores) – 1965 | 130 |
| Tabela XXIV | Taxa de Retorno em Investimentos Novos (1962-1967) | 135 |
| Tabela XXV | Custo do Capital Externo | 138 |
| Tabela XXVI | Acordos para Empréstimos Diretos (1959-1970) | 139 |
| Tabela XXVII | Net Borrowing, Direct Investment and Export Earnings (1966-1971)..... | 141 |
| Tabela XXVIII | Rendimentos vindos do Vietnam (1966-1968) | 142 |

| | | |
|--------------|---|-----|
| Tabela XIX | Comércio e Taxas de Câmbio (Anual) | 144 |
| Tabela XXX | Crescimento Financeiro, Inflação e Taxas de Juros (1964-1978) | 158 |
| Tabela XXXI | Coréia: Distribuição de Renda | 195 |
| Tabela XXXII | Ajuda Externa Recebida pela Coréia | 226 |

RESUMO

CASTRO, Lavinia Barros de. **Financiamento do desenvolvimento: teoria, experiência coreana (1950-80) e reflexões comparativas ao caso brasileiro.** 2006. 260p. Tese (Doutorado em Ciências Sociais em Desenvolvimento Agricultura e Sociedade). Curso de Pós-Graduação em Desenvolvimento, Agricultura e Sociedade, Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, RJ, 2006.

O objetivo desta tese é analisar o processo de financiamento do desenvolvimento em duas experiências de industrialização tardia. A hipótese central deste estudo é que as estruturas financeiras da Coreia e do Brasil desempenharam um papel fundamental na transformação de economias de base agrícola para economias de base industrial, ao longo do período 1950-80.

Diversas comparações já foram feitas entre o desenvolvimento industrial brasileiro e coreano, enfatizando o processo de *catch up*. Poucas análises, porém, enfatizam e comparam a evolução dos sistemas financeiros. Além disso, a maioria dos estudos financeiros comparativos são estáticos, sem uma perspectiva histórico-institucional. São, por isso, desprovidos do *insight* Gershenkroniano que nos alerta que uma estrutura financeira baseada em mercado de capitais é comum em países que se industrializaram precocemente, como a Inglaterra e os EUA. Alternativamente, estruturas baseadas no crédito bancário privado ou estatal são uma consequência do atraso (*lateness*); uma resposta adaptativa à escassez de recursos de capital.

Esta tese é organizada em quatro artigos, independentes entre si. O primeiro artigo é uma revisão da literatura sobre o financiamento do desenvolvimento. O segundo examina o desenvolvimento econômico e financeiro da Coreia durante o período 1950-80. O terceiro é um ensaio mais curto, onde apresentamos um modelo econométrico de painel, cruzando dados de crédito bancário setorial com dados de produção industrial coreana nos anos 1950 e 1960. Por fim, o quarto artigo compara os processos de desenvolvimento coreano e brasileiro numa perspectiva ampla, ressaltando as alternativas institucionais para o financiamento do desenvolvimento (1950-80). Juntos, os artigos formam um conjunto que discute as necessidades e desafios para o financiamento do investimento em países emergentes, utilizando duas experiências de industrialização tardia.

Palavras-chave: Financiamento do Desenvolvimento, Finance e Funding, Instituições Financeiras, Reformas Financeiras

ABSTRACT

CASTRO, Lavinia Barros de. **Investment Finance in Economic Development: Theory, Korean Experience (1950-80) and Comparisons to the Brazilian case.** 2006. 260p. Thesis (Dr. in Social Sciences, Development, Agriculture and Society). Curso de Pós-Graduação em Desenvolvimento, Agricultura e Sociedade, Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, RJ, 2006.

The purpose of this work is to analyze investment finance in economic development. The central hypothesis of this study is that the Korean and Brazilian financial structure offers us an important key to understand their swift to industrialization during the period 1950-80.

Numerous comparisons have been made between Brazil and Korea, most of them stressing the differences and similarities of the industrial development (catch up). Few analyses emphasizes (and compare) the evolution of financial systems. Also, most treatments of finance are static, missing the Gerschenkronian developmental perspective which would tell us that a credit system based in equity and securities markets is an artifact of early industrialization (as it is the case of England and U.S industrialization), and that the model of state or bank-influenced industrialization is a consequence of “lateness” vis-à-vis the absence of abundant capital in the private sector.

This thesis is organized in four different and independent articles. Article I is a review on the literature about investment finance. Article II examines Korean economic and financial development during the period 1950-80. The third article is a shorter essay, presenting a panel data model to test the relevance of banking finance in explaining economic growth in the case of Korea during the 1950s and the 1960s. Finally, the fourth compares Brazilian and Korean development outcomes (1950-80) in a broad sense. Together, the articles form a set that discusses the needs and challenges of investment finance in economic development, using two late-late-comers’ experiences.

Key Words: Investment Finance in Economic Development, Finance and Funding, Financial Institutions, Financial Reforms.

SUMÁRIO

| | |
|---|------------|
| INTRODUÇÃO | 1 |
| 1 FINANCIAMENTO E CRESCIMENTO ECONÔMICO: UMA REVISÃO DA LITERATURA | 5 |
| Seção 1. A ligação entre crescimento e financiamento: uma visão geral da literatura.... | 8 |
| Seção 2. As idéias de Schumpeter e o papel dos sistemas financeiros aprimorando o crescimento..... | 15 |
| Seção 3. As contribuições de Keynes e a ênfase no problema de liquidez..... | 22 |
| Seção 4. Gurley e Shaw; o modelo de Shaw-MacKinnon e o problema da repressão financeira..... | 30 |
| Seção 5. Primeira Visão Alternativa: A abordagem histórico-institucional..... | 39 |
| Seção 6. A Segunda Visão Alternativa: A abordagem da falha de mercado e o papel do Estado nos mercados financeiros..... | 48 |
| Seção 7. Conclusões e posicionamento no debate..... | 58 |
| 2 FINANCIAMENTO DO DESENVOLVIMENTO – O CASO COREANO NO PERÍODO 1950-80 | 63 |
| Parte I: A Primeira República Coreana (1948-1960) | 74 |
| Parte II: 1961-1971..... | 86 |
| Parte III: 1972-1979..... | 101 |
| Parte IV: Discutindo a teoria de repressão financeira através do caso coreano..... | 122 |
| Parte V: O Papel da poupança externa no financiamento do desenvolvimento coreano..... | 137 |
| 6. Conclusões..... | 145 |
| 7. Anexos..... | 147 |
| 3 O PAPEL DO CRÉDITO BANCÁRIO NA PERFORMANCE INDUSTRIAL NA CORÉIA (1953-1969): UM MODELO DE PAINEL | 150 |
| Seção 1. A relação empírica entre crescimento e financiamento e o problema da Causalidade..... | 151 |
| Seção 2. Mensurando a evolução financeira da Coréia – evolução de indicadores..... | 155 |
| Seção 3. Financiamento do Desenvolvimento – Um modelo de painel aplicado ao caso coreano dos anos 1950 e 1960..... | 158 |
| Seção 4. Considerações sobre o Problema da Causalidade..... | 166 |
| 5. Conclusões..... | 169 |
| 6. Apêndices..... | 171 |
| 1. Tabelas – Análise de Painel de Dados..... | 172 |
| 2. Sectors – Standard..... | 180 |
| 3. Tabelas Base para os Modelos..... | 181 |
| 4. Análise Gráfica..... | 184 |

| | |
|--|------------|
| 4 FINANCIAMENTO DO DESENVOLVIMENTO – UMA INTERPRETAÇÃO DAS EXPERIÊNCIAS COMPARADAS BRASILEIRA E COREANA NO PERÍODO 1950 – 1980..... | 186 |
| Seção 1. Considerações Iniciais..... | 188 |
| Seção 2. Modelos de Desenvolvimento no Brasil e na Coréia: Recapitulando a Literatura..... | 195 |
| Seção 3. Uma visão Alternativa | 211 |
| Seção 4. Financiamento do Desenvolvimento – uma comparação Brasil-Coréia no período 1950-80..... | 221 |
| 5. Conclusões..... | 235 |
| 5 CONCLUSÕES..... | 238 |
| REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS..... | 245 |
| ANEXOS | 254 |
| A - SUMOC..... | 255 |
| B - PRINCIPAIS MEDIDAS DA POLÍTICA CAMBIAL NO BRASIL 1948-1961..... | 256 |
| C - ESCOPO DO SETOR FINANCEIRO COREANO..... | 259 |

INTRODUÇÃO

Brasil e Coréia são exemplos exitosos de países de industrialização tardia, cujo processo se intensifica a partir dos anos 1950. Nesta década, em ambos, foram criadas importantes instituições de fomento, em particular o *Korean Reconstruction Bank* (renomeado posteriormente *Korean Development Bank*), em 1953; e o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE), em 1952.

Igualmente, tanto o Brasil quanto a Coréia são casos exemplares de países que praticavam o que se logrou chamar de “repressão financeira”, isto é, o governo, através de seus bancos ou agências de desenvolvimento, praticavam empréstimos a juros reais negativos e prazos longos.

Os dois países também sofreram, nos anos 1960, um golpe militar que buscou promover, entre outras reformas, a re-estruturação do sistema financeiro nacional e terminar com as práticas de juros reais negativos¹. De mesma sorte, ambos voltaram a praticar juros reais e prazos em condições muito favorecidas nos anos 1970 – época em que se promoveu a implantação da indústria pesada através do II PND, no Brasil, e do Quarto Plano Quinquenal, na Coréia. Durante todo o período de análise 1950-80 cresceram a taxas semelhantes em torno de 7% ao ano, em média – e tiveram taxas de inflação de dois dígitos.

O maior objetivo desta tese é discutir a evolução do mercado financeiro nos dois países, com ênfase na questão da eficácia dos mecanismos de financiamento em gerar crescimento econômico. Um marco importante são as reformas levadas a cabo nos anos 1960. Originalmente, eram radicalmente distintas em sua concepção. No caso brasileiro, buscava-se criar uma estrutura “pró-mercado”, com intuito de formar uma arquitetura institucional anglo-saxã, onde bancos comerciais privados promovem o crédito de curto prazo, bancos de investimento privados e bancos de desenvolvimento (públicos) fornecem o crédito de longo prazo e financeiras emprestam aos consumidores. Na Coréia, os bancos foram todos estatizados nos anos 1960 e se especializaram, em diferentes nichos de mercado. Pode-se

¹ Em 1961, a Coréia do Sul sofria um golpe militar liderado pelo General *Park-Chung-Hee* que se tornaria, posteriormente, presidente (eleito) em 1963 e permaneceria no poder até 1979, quando foi assassinado, gerando grande crise político-militar. O golpe militar brasileiro data de 1964, através do Ato Institucional I que formalmente mantinha a Constituição de 1946 (com diversas modificações), assim como o funcionamento do Congresso. O próprio AI-1 limitava a duração do regime militar até janeiro de 1966. Na prática, porém, o Brasil só teria eleições diretas para Presidente novamente em 1990.

dizer que a segmentação era ainda maior na Coreia, existindo, por exemplo, bancos voltados exclusivamente para o financiamento da agricultura e pesca e assim por diante.

Não obstante partindo de intenções tão diversas por parte dos legisladores, os dois sistemas acabaram, em sua evolução até o início dos anos 1980, por apresentar importantes semelhanças: a forte presença do fomento estatal (no Brasil através do BNDE e em alguma medida do próprio BB), o uso intenso do endividamento externo (embora sob rubricas bastante diferentes), o fraco desenvolvimento do mercado de capitais, a hipertrofia do mercado informal de crédito e a importância do autofinanciamento para o investimento.

Para discutir o financiamento do desenvolvimento nos dois países, esta tese foi organizada em quatro capítulos, independentes entre si. A pretensão maior é ajudar a esclarecer o papel do financiamento na dinâmica do crescimento para dois países, hoje chamados “emergentes”. Ao longo dos artigos, buscamos responder a duas importantes perguntas: qual o papel do Estado no financiamento do investimento durante o período 1950-80 e qual o papel do Capital Estrangeiro (poupança externa) para o financiamento nas duas experiências no referido período.

Não nos parece existir marco teórico que possa diretamente fundamentar a comparação de experiências históricas de desenvolvimento. A abordagem utilizada nesta tese é, em larga medida, histórico-institucional. Todavia, buscou-se também uma fundamentação empírica mais robusta, bem como uma investigação mais profunda (do que a geralmente encontrada em análises histórico institucionais) de elementos teóricos sobre o tema do desenvolvimento financeiro. Dadas as dificuldades de conciliar diferentes metodologias, esta tese foi organizada sob a forma de quatro artigos que embora independentes, fornecem, em seu conjunto, um panorama sobre o tema financiamento do desenvolvimento.

Assim, o primeiro artigo faz uma revisão teórica, explorando a relação entre financiamento e crescimento econômico. Trata-se de um capítulo que busca fazer uma (resumida) história do pensamento econômico sobre o tema. Entretanto, ao estruturar este artigo, evitamos fazê-lo pela ordem cronológica das contribuições da literatura, optando por mesclar (em todas as seções) alguns trabalhos “seminais” com contribuições mais recentes. Como o leitor poderá observar, as questões colocadas neste artigo se refletirão na análise dos casos coreano e brasileiro nos artigos seguintes.

O segundo artigo é onde a metodologia histórico institucional assume maior relevância. Nele é feita uma longa e detalhada descrição do desenvolvimento econômico e financeiro da Coreia, durante o período 1950-80. Chama-se atenção para o desenvolvimento ocorrido no período 1950, em geral ignorado na historiografia; e a principal discussão recai

sobre a tese de repressão financeira já apresentada (na sua vertente teórica) no capítulo anterior.

O terceiro artigo é um pequeno ensaio empírico onde se busca investigar critérios quantitativos para defender nosso ponto da importância do financiamento bancário para explicar o crescimento econômico coreano. O teste é aplicado para os anos 1950 e 1960, somente. Optamos por não replicá-lo para os anos 1970, uma vez que o mercado de capitais é relativamente robusto para esse período e inexistem dados setoriais para o mercado de ações e de títulos privados. Ainda neste artigo, fazemos um breve apanhado dos resultados em séries temporais para o caso coreano, discutindo a causalidade entre financiamento e crescimento econômico – questão colocada igualmente no artigo teórico. Por motivos de inexistência de dados agregados de crédito setorial bancário, o exercício econométrico não pode ser reproduzido para o caso Brasileiro.²

Finalmente, o quarto artigo é o mais interpretativo. É nele que buscamos, por fim, fazer uma comparação entre os modelos de desenvolvimento brasileiro e coreano distinta da usual dicotomia: modelo orientado para dentro (ou substituição de importações) versus modelo orientado para fora (ou promoção de exportações). É, sem dúvida, o menos rigoroso dos nossos artigos, mas talvez por isso mesmo o mais propositivo.

² As tentativas de somar os desembolsos do Banco do Brasil com os do BNDE (como uma aproximação do crédito bancário destinado à indústria) mostraram-se infrutíferas já que havia uma série de incompatibilidades entre os critérios setoriais, descontinuidades no tempo e problemas decorrentes do uso de distintos deflatores em uma economia largamente inflacionária como a nossa. Incluímos em anexo alguns dos dados obtidos após pesquisas diretas nos Anuários do BNDE e do Banco do Brasil.

CAPÍTULO I

FINANCIAMENTO E CRESCIMENTO ECONÔMICO: UMA REVISÃO DA LITERATURA

CAPÍTULO I - FINANCIAMENTO E CRESCIMENTO ECONÔMICO: UMA REVISÃO DA LITERATURA³

Este artigo tem por objetivo explorar a relação teórica entre financiamento e crescimento. Duas motivações nos impulsionam: não apenas consideramos que uma discussão teórica é útil para avaliar a eficácia de reformas financeiras quando postas em prática, como o contrário. Isto é, acreditamos que algumas conclusões teóricas, baseadas em visões específicas sobre a eficiência dos mercados financeiros, tiveram conseqüências práticas, mudando o curso da história.

A bem dizer, a ligação entre financiamento e crescimento não é simples – e poderia ser considerada dentre os assuntos que mais dividem os economistas. Isto porque a discussão sobre a importância do financiamento/crédito para o crescimento é rapidamente transformada em debate sobre a precedência da poupança sobre o investimento ou a tese oposta – tema que segrega economistas desde meados dos anos 1930.

Como veremos ao longo deste artigo, a questão que sempre esteve presente desde que os primeiros autores discutiram a relação entre financiamento e crescimento é: quem segue quem? É o crescimento que cria seu próprio financiamento ou é o financiamento quem precede o crescimento? Apesar de muitos trabalhos empíricos terem sido realizados na busca de responder a este questão (aqui chamado de “problema da causalidade”), ela nunca foi satisfatoriamente resolvida, nem tampouco desapareceu completamente da agenda. A rigor, existe ainda uma terceira via. Se concordarmos que o crescimento econômico gera recursos e, portanto, impulsiona o desenvolvimento da intermediação financeira e o aumento do crédito permite que se acelere o crescimento, devemos concluir que, ao invés do problema da causalidade, teremos desenvolvimento econômico e financeiro determinados conjuntamente.

A fim de explorar a relação entre financiamento e crescimento econômico, este artigo foi dividido em sete sessões, incluindo as conclusões. Optamos aqui por, ao invés de fazer um sumário sobre a história do pensamento econômico sobre o tema, mesclar (em todas as seções) as principais contribuições teóricas de alguns autores clássicos com trabalhos mais

³ A autora agradece as cuidadosas sugestões e críticas da Professora Jennifer Hermann feitas no exame de Defesa de Tese. As sugestões feitas foram incorporadas em sua grande maioria. A persistência de eventuais erros ou imprecisões é, claro, responsabilidade da autora.

recentes. De forma a orientar o leitor, porém, apresentamos uma visão geral da literatura (conforme ela aparece na história) na Seção I.

Assim, a Seção II, após apresentar um resumo das contribuições realizadas por Schumpeter (1912), apontando o papel atribuído aos bancos, sumariza o que é considerado (hoje) o papel da intermediação financeira. O objetivo desta seção é responder a duas perguntas cruciais: 1) qual o papel dos bancos em uma economia em crescimento? e 2) como os intermediários financeiros podem contribuir para acelerar ou melhorar a qualidade do crescimento?

Em seguida, a Seção III faz algumas considerações sobre os trabalhos de Keynes de 1937, separando a questão do financiamento em dois problemas: *finance* e *funding* – o que, acreditamos ser analiticamente útil para entender, por exemplo, o subdesenvolvimento do sistema financeiro coreano e brasileiro no pós-guerra e a necessidade de se criar um “substituto histórico institucional” para o financiamento de projetos de longo prazo. Também são brevemente apresentadas nesta seção as diferenças entre a “teoria dos fundos emprestáveis” e as premissas de Keynes.

Como o problema da causalidade entre investimento e poupança já foi profundamente discutido por muitos autores (e permanece polêmico), apresentaremos somente alguns breves comentários sobre o assunto. Por fim, devido ao fato de Keynes ser um dos mais importantes autores a abordar a discussão da liquidez em uma economia monetária, adicionaremos, na mesma seção III, a discussão relacionada às ligações entre liquidez e crescimento em modelos de crescimento mais modernos. As duas questões correspondentes a essa seção são: 1) o financiamento proporcionado pelos bancos comerciais resolve o problema do financiamento do investimento?; 2) como restrições de liquidez afetam o crescimento?

A Seção IV, por sua vez, discute as contribuições de Gurley e Shaw (1955). Trata-se de autores que estenderam a análise padrão de financiamento para ativos não-monetários e desenvolveram as bases do chamado “Shaw-McKinnon Model” (1973). Basicamente, defendem que o desenvolvimento da intermediação financeira pode acelerar e melhorar a qualidade do crescimento. Por outro lado, condenam o que denominaram “repressão financeira” – defendendo que esta condena um país ao subdesenvolvimento. Quais as conseqüências da intermediação financeira não-bancária para a economia? Por que repressão financeira condena o crescimento (nesse caso a hipótese da determinação do investimento pela poupança é crucial, como veremos)? Quais as hipóteses por trás do modelo Shaw-McKinnon? Estas são as questões que pretendemos responder nessa seção.

Mas se a repressão financeira condena o crescimento, como explicar o fato de, por exemplo, Brasil e Coreia (dois “*casos de livro-texto*” de repressão financeira) terem crescido tão rapidamente no período 1950 a 1980? De fato, ninguém poderia negar que ambos os países praticaram taxas de juros negativas e ofereceram subsídios de crédito durante o período referido. Mas, contrário ao que era esperado pelo modelo Shaw-MacKinnon, o resultado foi o crescimento acelerado, em ambos. A questão então se torna: existe alguma explicação teórica que permita conciliar rápido crescimento e repressão financeira? Existe uma forma de racionalizar o que aconteceu nos dois países?

As Seções V e VI são destinadas a apresentar “visões alternativas” que surgem quando se abandonam as hipóteses de Shaw e McKinnon (o problema está, como sempre, nas premissas). Assim, a Seção V discute a primeira “visão alternativa”: uma perspectiva institucional sobre o desenvolvimento dos mercados financeiros, seguindo os passos de Gershenkron (1973) e Zysman (1983). Essa perspectiva é aqui defendida como uma forma de melhor entender os resultados do desenvolvimento econômico alcançados nos dois países. Nessa abordagem, repressão financeira não é um impedimento para o crescimento (assim como não o é para a teoria keynesiana). As questões da Seção V são: estruturas institucionais financeiras são relevantes para explicar o crescimento econômico? Para os autores aqui apresentados, sim – mas para que a conclusão valha é necessário abrir mão do conceito de eficiência de mercado, tão caro à teoria econômica convencional.

A segunda “visão alternativa” é apresentada na Seção VI e corresponde à chamada “abordagem das falhas de mercado”. O objetivo dessa seção é discutir o que acontece quando as hipóteses por trás do modelo Shaw McKinnon falham. Existe um papel para o governo nos mercados financeiros? Para os defensores da abordagem analisada nessa seção existem situações em que os mercados, por alguma razão, deixam de alocar eficientemente os recursos – e há a possibilidade de que através de uma intervenção governamental a eficiência aumente (embora se pondere que as “falhas de governo” possam ser maiores do que as de mercado). Na abordagem das falhas de mercado, como já deve ter se tornado claro, o critério de eficiência de Pareto persiste, mas o mercado, deixado as suas livres forças, não converge para o equilíbrio. Os trabalhos de Stiglitz são as principais referências nessa seção.

Finalmente, concluímos este capítulo deixando clara nossa escolha teórica e metodológica. Mesmo que não possamos responder completamente todas as perguntas aqui formuladas, acreditamos que, organizando a vasta literatura sobre o tema através das questões, contribuimos para formar um arcabouço analítico que possa ser útil para avaliações de estudos de caso.

Seção I - A Relação entre Crescimento e Financiamento: uma visão geral da literatura

As dificuldades em se discutir o papel do financiamento do desenvolvimento começam por perceber que, no que se refere à Teoria do Desenvolvimento Econômico, os trabalhos clássicos simplesmente ignoraram a questão. Por exemplo, no famoso livro *The Pioneers of Development Economics* (Méier, G. e Seers, D., 1984), financiamento não é mencionado; e no *survey* sobre economia do desenvolvimento de Steern (1989), financiamento tampouco é citado – nem mesmo na seção “tópicos omitidos”.⁴

Entretanto, isso não significa que a relação entre crédito/financiamento e crescimento seja um assunto novo em economia. Walter Bagehot, em 1837, defendia que o sistema financeiro tinha desempenhado um papel crítico na ignição da industrialização na Inglaterra, facilitando a mobilização de capital, e que uma melhor mobilização de poupança poderia melhorar a alocação de recursos e impulsionar a inovação tecnológica:

“ ... A Citizen of Long in Queen Elizabeth’s time ... would have thought that it was no use inventing railways (if it could have understood what a railway meant), for you would have not been able to collect the capital with which to make them. At this moment, in colonies and all rude countries, there is no large sum of transferable money; there is not fund from which you can borrow, and out of which you can make immense works” (Bagehot, 1873, pp. 3-4, citado em Levine, R., 1996, p. 22)

Schumpeter, em 1912, foi além e disse que os banqueiros eram “*the ephor of the exchange economy*” – fazendo alusão aos aristocratas de Esparta, que sancionavam ou puniam as decisões dos reis. Para este autor, os bancos são vistos como essenciais para a transformação do capitalismo e para o crescimento econômico. Entretanto, não foi Schumpeter, mas sim Keynes quem discutiu em profundidade o papel dos bancos e o problema da liquidez, não apenas em seu livro seminal, mas especialmente em artigos posteriores à Teoria Geral, publicados no ano de 1937, no *Economic Journal*. Nestes artigos, Keynes separou o problema do financiamento do investimento em dois passos: encontrar uma fonte de recursos líquidos (*finance*), sendo os bancos os provedores naturais, e achar uma fonte de *funding*. Os bancos podem antecipar momentaneamente liquidez – o que é considerado fundamental – mas alguém tem de concordar em ficar ilíquido por longos períodos de tempo, até que os investimentos possam se pagar. Investimento é a decisão

⁴ Esta interessante observação foi feita por Levine, Ross (1996).

crucial; os bancos são peças fundamentais, mas é preciso ainda arrumar fontes de recursos de longo prazo para viabilizar o crescimento.

Do outro lado, diversos autores propuseram que o sistema financeiro respondesse automaticamente às demandas de crescimento (e não as precedesse). Na abordagem de Arrow-Debreu de estados contingentes, onde as decisões são tomadas sem custos de informação ou transação, não há simplesmente necessidade de um sistema financeiro. De fato, nesse arcabouço teórico não é preciso que se despendam recursos para averiguar qual o melhor projeto dentre os demandantes de crédito, não é necessário monitorar gerentes ou desenvolver técnicas de administração de risco, nem há porque se empenhar para reduzir os custos das transações (Levine, R, 1996, p.1). Até mesmo Joan Robinson, que chamava de “bastardos” qualquer um que, na sua visão, tentasse transformar a teoria de Keynes em fórmulas neoclássicas, disse: “where enterprise leads, finance follows”.⁵ Mais recentemente, autores defensores da hipótese de expectativas racionais também sustentaram que o financiamento pouco importa e que: “economists badly over-stress” o papel do financiamento no crescimento.⁶

Na realidade, a emergência das teorias de crescimento nos anos 50, enfatizando: (1) o papel da poupança para o crescimento, em conjunto com (2) o Teorema de Modigliani-Miller parece ter deixado pouco espaço para a discussão do papel do crédito e dos mercados financeiros para o crescimento econômico, pelo menos por um bom período de tempo. Àquela época ficou estabelecida: “a hierarchy in the dynamics of a capitalist economy: savers, as suppliers of saving/capital, ultimately determine the pace of accumulation, leaving almost no role for financial institutions.” (Stuart, 1995, p. 5). A implicação direta dessas teorias foi a convicção generalizada da necessidade prévia de aumentar poupança, seja interna ou externa, como condição para promover o crescimento.

A idéia de que formas institucionais não são importantes para o financiamento do desenvolvimento é provavelmente um resultado da aplicação do Teorema de Modigliani-Miller (1958) à análise do desenvolvimento econômico. O teorema nos diz que: “in the absence of taxes, bankruptcy costs, and asymmetric information, and in an efficient market, the value of a firm is unaffected by how that firm is financed”. Como consequência, não faz nenhuma diferença se o capital da firma é constituído através da emissão de ações ou através de empréstimos bancários, nem se existe (ou como é administrada) a política de dividendos da firma. Mais especificamente, o valor de uma firma não-alavancada (*unlevered firm*, isto é,

⁵ Robinson, J, 1952, p. 86, citado em Levine, R, 1996, p. 1.

⁶ Lucas, Robert, 1988, p. 6, citado em Levine, R, *ibidem*.

firma financiada apenas por recursos dos proprietários sem recorrer a capital de terceiros) equivale, em valor, ao de uma firma alavancada (*levered* – firma financiada com recursos próprios e da constituição de dívida junto a terceiros):

“A person investing in a levered firm would not benefit from it in the way that he could invest in the same firm without leverage (assuming this is possible) and borrow money in the same composition the leveraged firm would and at the same rates. In other words the investor is not receiving anything from a levered firm which he could not receive on its own”⁷

Aplicando o resultado para o contexto do desenvolvimento econômico, o teorema implica aceitar que pouco importa se a estrutura do financiamento de um país se dê via crédito bancário, mercado de capitais, endividamento no exterior ou auto-financiamento. Na realidade, porém, o que o Teorema Modigliani-Miller realmente nos diz é que, se a estrutura de capital importa, é porque uma ou mais de suas premissas foram violadas.⁸ Indo direto ao ponto: na ausência de mercados eficientes (Efficiency Market Hypothesis – EMH, a ser discutida), por exemplo, a estrutura de capital pode muito bem ser relevante.

Seguindo na linha do tempo, chegamos aos anos 1960, quando foi lançado o livro de Gurley e Shaw enfatizando exatamente a necessidade de se desenvolver os mercados financeiros para acelerar o crescimento econômico. Basicamente, a idéia é que, através de técnicas de intermediação financeira, seria possível aumentar os níveis de poupança e de investimento e alocar de forma mais eficiente, entre oportunidades alternativas, recursos escassos de capital.

As contribuições seminais dos dois autores deram uma guinada na literatura econômica da década, fazendo com que diversos economistas passassem a investigar mais profundamente o papel do financiamento para a promoção do crescimento. Entretanto, o rumo da linha de pesquisa recém aberta foi alterado e as conclusões dos autores (que enfatizavam o papel do investimento) tomadas como outra evidência do argumento de “poupança prévia” após a publicação dos trabalhos de Shaw (1973) e Mackinnon (1973). Houve então um retrocesso às questões da literatura sobre crescimento econômico dos anos 1950. Novamente, o investidor e as conseqüências do investimento para a renda e para o emprego (centros da análise de Keynes) foram definitivamente deixados para trás; e os poupadores assumiram o lugar de determinantes na dinâmica do crescimento econômico.

⁷ Em http://en.wikipedia.org/wiki/Modigliani-Miller_theorem, acesso realizado em 29/09/2005.

⁸ Exceto no que se refere à premissa da ausência de impostos, já que o teorema pode ser replicado com ou sem essa hipótese.

Mas, se Gurley e Shaw contribuíram para organizar o debate teórico sobre o papel do financiamento no crescimento e para criar uma sólida estrutura teórica dentro do paradigma de equilíbrio geral, foi Goldsmith (1969) o responsável por explorar a relação empírica entre essas variáveis e agregar padrões para medir o funcionamento (ou melhor, a funcionalidade) de um sistema financeiro.

Seguindo a linha da investigação empírica de Goldsmith, alguns anos depois, foi lançado o famoso livro de McKinnon (1973), estudando a relação entre sistema financeiro e o desenvolvimento econômico na Argentina, Brasil, Chile, Alemanha, Coreia, Indonésia e Taiwan, no período pós Segunda Guerra. Estes estudos sugeriram fortemente que o bom funcionamento dos sistemas financeiros permitia acelerar o crescimento econômico. Juntando as contribuições do autor com o novo trabalho de Shaw (1973), criou-se o chamado “Shaw-McKinnon Model” (SMM), que se tornou a grande referência evocada nas recomendações do FMI e do Banco Mundial aos países em desenvolvimento.⁹

Basicamente, o SMM enfatizava a necessidade de se criar mecanismos institucionais internos para estimular a poupança (de acordo com as teorias de crescimento já mencionadas), abrir o sistema financeiro nacional para o capital estrangeiro, e eliminar a “repressão financeira” ou outras restrições que inibissem o bom funcionamento dos mercados (*market clearing principle*).¹⁰ Embora se colocasse no cerne da questão do crescimento os mercados financeiros, a razão considerada a principal para o subdesenvolvimento foi atribuída à existência de “repressão financeira” – sendo o objeto reprimido os ganhos dos poupadores.

Assim, o modelo de Shaw-McKinnon (SMM, doravante) tem como fundamentação teórica a teoria dos fundos emprestáveis, as teorias de crescimento exógeno típica dos anos 1940 e 1950, e a hipótese da eficiência dos mercados financeiros. Primeiramente, deve-se observar que existe uma relação determinística no SMM: a poupança gera o investimento (argumento da poupança prévia ou “teoria dos fundos emprestáveis”). Em segundo lugar, defende-se que maiores taxas de poupança aumentam o crescimento e, em terceiro, que mercados financeiros livres (des-reprimidos) garantem a eficiência, no sentido de Pareto.

Verdade seja dita, por mais de vinte anos os argumentos condenando a repressão financeira foram apoiados por evidências empíricas sólidas. Estudos econométricos de *cross-section* e de séries temporais pareciam indicar, de fato, a existência de uma relação positiva entre crescimento e taxas de juros reais. Mas, do lado teórico, e baseados em estudos de caso onde elementos históricos e institucionais eram ressaltados, sempre existiram vozes

⁹ Ver a discussão em Fry, M, 1995.

¹⁰ Studart, *ibidem*

discordantes. O questionamento empírico da tese da repressão financeira, entretanto, foi realizado mais recentemente, como discutiremos na última seção deste capítulo.

Destacamos na introdução a existência de duas abordagens teóricas alternativas (bem diferentes entre si em aspectos metodológicos) àquela que considera o fim da repressão financeira como a solução (quase que imediata) para se atingir o desenvolvimento.

A primeira poderíamos caracterizar como uma “abordagem histórico-institucional”, seguindo os passos de Gershenkron (1973) e Zysman (1983) e enfatizando o papel de instituições, tais como bancos e mercados de capital na promoção do crescimento. Neste tipo de análise, defende-se que em experiências de industrialização tardia, o governo tem um papel importante a cumprir no financiamento do desenvolvimento – e que o arcabouço institucional é um relevante aspecto a ser considerado.

Em geral, os trabalhos que utilizam a abordagem histórico-institucional possuem o formato de estudos de caso de um ou poucos países e raramente utilizam modelos estatísticos (já que o tempo, variável crucial na análise, é histórico e não um índice t , $t-1$, $t-2$... que reflete apenas o tempo calendário). No lugar da econometria, encontram-se ressaltadas considerações sobre aspectos legais, políticos, estrutura financeira e atores que se julga serem importantes para esclarecer as relações entre sistema financeiro, governo e indústria. Geralmente, esses estudos fornecem uma descrição detalhada da evolução do sistema financeiro durante um período de rápido desenvolvimento econômico. Sob o risco de nos tornarmos repetitivos enfatizamos: o objetivo principal é entender as interações críticas entre intermediários financeiros, mercados financeiros, políticas governamentais e o financiamento da industrialização. As principais críticas a essa abordagem referem-se ao fato de que a análise repousa maciçamente em avaliações subjetivas do desempenho do sistema financeiro – e que falha em controlar outros elementos determinantes do desenvolvimento econômico.

O segundo grupo citado (segunda “visão alternativa”) é caracterizado por defender a existência de “falhas de mercado” que levam a resultados sub-ótimos em termos de eficiência econômica. Na realidade, este é um problema inerente ao tema uma vez que: “any theory of the role of the financial system in economic growth (implicitly or explicitly) adds specific frictions to the Arrow-Debreu model” (Levine, 1996, p. 5).

A idéia básica por trás da defesa da intervenção governamental na presença de falhas de mercado é que o Teorema Fundamental da Economia do Bem-Estar (que afirma que se uma situação é de equilíbrio competitivo então ela é eficiente de Pareto) não fornece grande

orientação para julgar em que condições o mercado se torna ineficiente.¹¹ Greenwald e Stiglitz (1986) mencionam que, quando a informação é endógena ou os mercados são incompletos, a economia não é restrita de Pareto (*Constrained Pareto Optimal*). Isto significa que há intervenções do governo que, levando em consideração os custos de informação e do estabelecimento do mercado (*costs of information and of establishing markets*), podem levar a um ganho social (Stiglitz, 1993, p. 29). Ou seja, mercados financeiros e instituições podem surgir para resolver os problemas criados por fricções nas transações ou por assimetria de informação e, assim, acelerar o crescimento econômico. Se há mercados incompletos ou inexistentes (*missing or incomplete markets*), a estrutura financeira importa e o Primeiro Teorema do Bem-Estar, falha, assim como falha o Teorema de Modigliani-Miller. A conclusão é de que, nessas situações, a intervenção do governo pode ser efetiva. É interessante notar que, com frequência, a experiência da Coréia é citada como uma prova da efetiva intervenção do governo nos mercados financeiros (ver, por exemplo, Stiglitz, 1993).

Diferentemente da “abordagem institucional”, “a abordagem das falhas de mercado” baseia-se em afirmações de validade geral e de modelos formais que independem de experiências históricas específicas (ou país-específica). Custos de transação são considerados cruciais, mas os analistas reconhecem que não entendem suficientemente como se dá o processo de surgimento e desenvolvimento (bem como as implicações econômicas decorrentes) da existência de diferentes estruturas financeiras.¹² A abordagem histórico-institucional, em contraposição a das falhas de mercado, enfatiza situações em que não há informação e a inexistência de certos segmentos de mercados é uma realidade – e não situações onde a informação é assimétrica.

A análise institucional é mais relacionada à incerteza do que ao risco. Ela enfatiza situações nas quais não existe uma função de probabilidade definida (os eventos são únicos e as decisões cruciais) – portanto, probabilidades não podem ser calculadas adequadamente.¹³ Todavia, o problema sobre a inexistência de informação (incerteza) no contexto de

¹¹ Apesar de os custos de transação e das falhas de mercado serem “idéias antigas” na teoria econômica, que remetem, no mínimo, ao artigo seminal de Coase (1937) e de Akerloff (1970), o tratamento de que os mercados financeiros são sujeitos a falhas é relativamente recente.

¹² “Yet, we do not have adequate theories of why different financial structures emerge or why financial structures change ... economists need to develop an analytical basis for making comparisons of financial structures; we need models that elucidate the conditions, if any, under which different financial structures are better at mitigating information and transaction costs”. (Levine, 1996, p. 28)

¹³ O risco é uma situação na qual a probabilidade do evento é desconhecida, mas a função de distribuição de probabilidades é bem conhecida. Em oposição, uma situação de incerteza pode ser definida como aquela em que se desconhece a função de distribuição dos eventos – a soma das probabilidades dos eventos possíveis é maior do que um. Para a discussão de risco *versus* incerteza, ver Kinigh, F, 1921.

experiências de desenvolvimento tardio (*catching up*) precisa ser, aqui, melhor qualificada. Isto porque existe consenso sobre uma vantagem informacional derivada do atraso, uma vez que há um paradigma tecnológico a ser copiado/adaptado. Se por um lado é verdade que a incerteza não pode ser devidamente calculada, existe, por assim dizer, uma estrada a ser seguida.

Realmente, para países em desenvolvimento, não é necessário enfrentar os elevados riscos da pesquisa tecnológica e das atividades de inovação – o que, de fato, seria impossível, considerando a falta de recursos financeiros e humanos dos países subdesenvolvidos. Todavia, ainda que as técnicas a serem copiadas sejam, algumas vezes, inapropriadas às dotações de recursos nacionais dos países que estão fazendo o *catch up*, existe um leque de soluções técnicas e experiências a serem importadas de países industrializados.¹⁴ Assim, a questão mais importante se torna como mobilizar recursos financeiros e recursos reais para viabilizar o *catch up*, como enfrentar obstáculos (incluindo, por exemplo, a existência de forças políticas contra a industrialização representada por interesses, por exemplo, agrário-exportadores) – e não como “enfrentar as incertezas”. Poderia até mesmo ser dito que países em desenvolvimento não têm informação quanto a seu próprio passado (já que não há dados disponíveis), mas eles já sabem seu futuro – usando a velha metáfora de Marx.

De toda forma, há aspectos em comum entre as abordagens Histórico-Institucional e a das Falhas de Mercado: 1) existe a convicção de que as livre forças do mercado (em especial no contexto de mercados financeiros) não garantem *per se* a eficiência – logo, a liberação dos mercados financeiros não garante melhores resultados em termos de bem-estar, negando as conclusões do SMM; 2) existe um papel para a intervenção do Estado nos mercados financeiros (em outras palavras, a intervenção do governo poderia impulsionar o desenvolvimento).

As diferenças de método entre ambas as abordagens são, entretanto, enormes; devemos enfatizar, com o risco de sermos repetitivos: a primeira é a mais descritiva, baseada em estudos de casos de países baseados no seu próprio contexto histórico e social; a segunda busca a construção de modelos de validade geral e busca ser falseável no sentido de que testes econométricos são formulados, em geral modelos de séries temporais ou análise de painel, considerando um grande conjunto de países (*cross-countries analysis*).¹⁵

¹⁴ Para o período histórico em discussão (1950-80), problemas decorrentes de intangibilidade de ativos e processos de aprendizagem são menos importantes.

¹⁵ Um autor que busca conciliar uma análise histórico institucional com trabalhos econométricos é Rodrik. Ver Rodrik, 2001, por exemplo.

Verdade é: o modelo SMM desconsidera totalmente aspectos institucionais dos sistemas financeiros de países menos desenvolvidos. Nesse sentido, a revolução na teoria econômica provocada pela abordagem das falhas de mercado contribuiu para que o tema do desenvolvimento financeiro – não necessariamente sob a forma do “argumento da poupança prévia” como foi nos anos 70 – passasse a ser considerado como um assunto central, a partir, sobretudo, dos anos 90. Como Honohan (2003) coloca: “Among the most striking empirical macroeconomic relationships uncovered in the past decade is the apparently causal link between financial development and economic growth” (p.2).

Seção II - As idéias de Schumpeter e o papel dos sistemas financeiros aprimorando o crescimento

“The banker...is not so much primarily a middleman in the commodity ‘purchasing power’ as a producer of this commodity... He stands between those who wish to form new combinations and the possessors of productive means. He is essentially a phenomenon of development, though only when no central authority directs the social process. He makes possible the carrying out of new combinations, authorizes people, in the name of society as it were, to form them. He is the *ephor* of the exchange economy.” Schumpeter, 1934.

- Qual é o papel dos bancos em uma economia em crescimento?

Schumpeter foi um dos primeiros economistas a discutir teoricamente o papel dos bancos em uma economia em crescimento, através da *Teoria do Desenvolvimento Econômico*, publicada pela primeira vez em 1912. Trata-se, a rigor, de um livro voltado para a discussão de como se dá o processo de crescimento econômico no capitalismo – e não propriamente destinado ao problema do financiamento *per se*.

Paradoxalmente, a obra começa pela descrição de uma situação onde inexistente crescimento, o fluxo de produção é perfeitamente estático e imutável e a acumulação de capital é nula. Assim, a economia se reproduz em um “fluxo circular”, que nunca altera ou expande sua criação de riqueza.¹⁶ Nesse contexto idealizado de fluxo circular constante, basta que os meios de pagamento sejam fornecidos uma única vez para que circulem a uma velocidade fixa, satisfazendo as necessidades de troca da economia. Rotinas produtivas dominam o ambiente – e

¹⁶ Heilbroner (1999) explora os “paradoxos” do autor.

a competição entre firmas já removeu todo e qualquer lucro extra-normal no sentido marshalliano.¹⁷

O que interrompe o fluxo rotineiro acima descrito é justamente o surgimento de inovações. Somente através delas é que lucros e o próprio crescimento econômico aparecem. Olhando pelo ângulo oposto, mudanças no “fluxo circular” não poderiam ter ocorrido se não fosse a criação de (novo) poder de compra. Esta criação corresponde exatamente ao que Schumpeter defendeu ser o principal papel dos bancos.

O surgimento de um novo processo tecnológico (inovação) torna possível ao empreendedor produzir a um custo menor, criando uma quase-renda – “quase”, porque temporária. Após o empresário inovador (*after the pioneer*), segue-se o “enxame” de imitadores (*swarm of imitators* – Heilbroner, 199, p. 296). A melhoria original do produto (fruto da inovação) é então generalizada para a indústria como um todo, ocorrendo um súbito *boom* de investimentos e empréstimos bancários. Nesse sentido, os bancos são importantes não apenas para o **início** do processo de crescimento, na medida em que financiam as inovações, mas também durante o período de difusão de novas técnicas entre empreendedores. Entretanto, com o passar do tempo, a competição força o desaparecimento do lucro extra-normal, na medida em que as inovações se difundem e rotinas são implementadas.

Para que o processo de crescimento continue, outras inovações precisam ser introduzidas a fim de criar (novas) fontes de lucro, que serão mais uma vez anuladas pela competição e pela difusão tecnológica. Em resumo, são os empreendedores, em suas buscas por atividades inovadoras, a principal fonte de lucro e de crescimento no sistema capitalista. Mas, os bancos também têm um papel importante nesse jogo, já que concedem os recursos (crédito) a firmas que de outra forma não teriam todo o capital para iniciar/expandir seus negócios. Mais do que isso, os bancos podem adicionar ou antecipar recursos que ainda não existem:

“Banks could add to the existing means of payment by lending promises to pay, and entrepreneurs could have access to bank money by mortgaging goods which they would acquire with the borrowed purchasing power. Thus total credit could be greater than if it there were only fully covered credit.

Shumpeter saw that the bank credit structure projected beyond the existing commodity base. Unlike in the steady and identical circular flow where money claims were certificates for existing goods and past services, banks allowed for purchasing power to be created in anticipation of, and for the production of, new output: bank money was made up of claims on services

¹⁷ Ou seja, todos os fatores de produção são remunerados pela sua produtividade marginal e os capitalistas recebem (apenas) suas remuneração pelo gerenciamento das atividades produtivas – conceito de “lucro zero”.

and goods yet to be produced by the economy. Schumpeter saw that banks did not confine themselves to transferring existing purchasing power from depositors to borrowers: would they just do so, **economic development would not be possible**”. (Bossoni, B, p. 13 - bold not at the original)

A pedra fundamental proposta por Schumpeter, idéia desenvolvida posteriormente por Keynes, é de que investimento requer o adiantamento de recursos financeiros (através de crédito) cujos correspondentes recursos reais ainda não existem. Não há o argumento de poupança prévia. Não apenas o investimento precede o crescimento, como possui sua própria dinâmica: começa com a procura de uma oportunidade de lucro extra-normal, mas se espalha através da imitação – e aqui os bancos são importantes mais uma vez, como apontamos. A busca por novas oportunidades de investimento (busca de quase-rendas) é a forma natural de evolução do capitalismo – e somente através desse processo que se obtém o lucro (extra-normal).

Dentre os autores que se intitulam schumpeterianos, a maioria enfatiza processos tecnológicos, dinâmicas inovativas e o estabelecimento de rotinas, raros são os que se debruçam sobre a questão do financiamento das inovações. Na realidade, apesar de Schumpeter ter sido pioneiro em enfatizar, de forma tão clara, as ligações entre crédito e crescimento, ele nunca investigou de forma mais aprofundada a intermediação financeira bancária e a não-bancária, ou, de forma mais ampla, o papel do sistema financeiro na economia (Bossoni, *idem*, p. 14). Nesse sentido:

“Enlarging Shumpeter’s perspective involves identifying the characteristics of banks or of other financial firms that lead them to play this role in the innovation/growth process. This means accounting for the existence of banks and other financial firms within the economy. In the contemporary economic literature, many different rationales for the existence of banks have been established”(Burlamaqui and Kregel, 2005, p. 4).

Todavia, há exceções. Numa literatura relativamente recente, uma série de modelos de crescimento endógeno (Romer 1990; Gene Grossman e Elhanan Helpman 1991; e Philippe Aghion e Peter Howitt – citados em Levine, 1996) exploram a relação identificada por Schumpeter entre incentivos concedidos por bancos à inovação tecnológica (tornando-a endógena) e crescimento econômico. “In these models, the functions performed by the financial system affect steady-state growth by altering the rate of technological innovation”. (ibidem, p. 7).

Facilitar a inovação tecnológica não é, porém, o único canal pelo qual a intermediação financeira pode promover crescimento. Antes de tudo, o sistema financeiro o promove via

aumento da acumulação de capital. Passemos para contribuições mais recentes da literatura que, embora não sigam a linha schumpeteriana, buscam responder a pergunta:

- Qual o papel da intermediação financeira na promoção do crescimento?

Sistemas financeiros contribuem para acelerar o crescimento na medida em que: 1) facilitam os negócios através da oferta de instrumentos que permitam reduzir riscos (*hedging, pooling and diversifying risks*); 2) adquirirem informações sobre investimentos e assim contribuem para melhorar a alocação de recursos; 3) ajudam a monitorar gerentes e a exercer controle corporativo; 4) mobilizam poupanças; e 5) facilitam a troca de bens e serviços. Levine (1996) examina cada uma dessas funções explorando os dois canais através dos quais o financiamento estimula o crescimento, isto é, se via acumulação de capital e/ou propiciando a inovação tecnológica. Vejamos brevemente cada um desses argumentos.¹⁸

1) Sistemas financeiros facilitam os negócios porque permitem a redução dos riscos (*hedging, pooling e diversificação de riscos*)

Mercados financeiros, ao possibilitarem a diversificação de risco tendem a provocar mudanças nas carteiras de investimento.¹⁹ A diversificação de risco pode induzir mudanças tecnológicas na medida em que permite a realização de projetos mais arriscados (de maior retorno esperado), podendo contribuir para acelerar o crescimento econômico.

Em segundo lugar, intermediários financeiros (definidos como “enterprises in the business of buying and selling financial markets” Tobin, 1992, p. 78) exploram economias de escala nas atividades de empréstimo e de tomada de recursos:

“The sheer size of the lender’s portfolio permits a significant reduction in risks through diversification, and for the lending side the intermediary can invest and manage investments in primary securities at unit costs far below the experience of most individual lenders” (Gurley e Shaw, p. 194).

¹⁸ Utilizamos nessa sub-seção o trabalho de Ross Levine (1996) não exatamente por suas contribuições ao tema, mas pela organização de um amplo conjunto de idéias, de forma organizada.

¹⁹ “Greater risk sharing and more efficient capital allocation, however, have theoretically ambiguous effects on saving rates ... The savings could fall enough so that, when coupled with an externality-based or linear growth model, overall economic growth falls. With externalities, growth could fall sufficiently so that overall welfare falls with greater risk diversification” (Levine, R, 1996, p. 12).

Outras vantagens dos intermediários são: **1) Conveniência de Denominação.** O intermediário financeiro pode dividir títulos de elevado valor em outros ativos financeiros de menor valor individual, ou, ao contrário, combinar obrigações de devedores em pacotes financeiros convenientes para grandes investidores; **2) Risk pooling.** Podem se especializar na avaliação de riscos e na interpretação de informações que são custosas (ou indisponíveis) aos poupadores individuais. Através da agregação destas informações em pacotes financeiros, podem contribuir para uma maior diversificação de riscos (o que dificilmente é possível aos credores individuais); **3) Transformações de maturidade.** Um intermediário financeiro tipicamente concilia diferenças de prazo entre pagamentos e recebimentos; **4) Transformação de Liquidez.** A essência do trabalho de intermediação financeira está em conciliar ativos ilíquidos com obrigações líquidas (Tobin, James, 1992). O fato de contarem com um cronograma previsível de pagamentos faz com que possam administrar uma carteira relativamente ilíquida. Por fim, os intermediários podem ainda ser favorecido por benefícios tributários que não estão disponíveis ao poupador individual.

2) Adquirir informações sobre investimentos e melhorar a alocação de recursos

Poupadores individuais podem não ter tempo, capacidade, ou meios de buscar e processar informações – o que os torna relutantes em investir em atividades menos conhecidas. Os intermediários financeiros, ao economizarem em custos de aquisição e processamento de informações, facilitam o reconhecimento de boas oportunidades de investimento, a seleção dos gerentes e projetos mais promissores (Jeremy Greenwood e Boyand Jovanovic, 1990).

Embora seja difícil mensurar qual a contribuição efetiva para o crescimento econômico da melhor aquisição e processamento de informações, evidências empíricas sugerem que decisões de investimento tomadas em contexto de informações assimétricas são mais sensíveis a flutuações (baseiam-se excessivamente em análises de fluxo de caixa). Além disso, torna-se mais difícil levantar capital junto a terceiros (tornando o investimento mais dependente do auto-financiamento). Nesse sentido, inovações financeiras ou políticas que reduzam as assimetrias de informação diminuem as restrições ao financiamento das firmas.²⁰

²⁰ Ver Whited, 1992; Calomires, Himmelberg and Wachtel, 1995, Fazzari, Hubbard e Peterson, 1988, Hubbard, Kashyap, Whited, 1995, Tybout, 1983, Gichrist, 199, Calomiris e Hubbard, 1995, Jaarmillo e Weiss, 1996, Harris, Schiantarelli e Siregar, 1994 – citados em Levine, Ross, p. 45 e Greenwood, J e Jovanovic, J citado na p. 14.

Uma grande quantidade de estudos mostra que, quando as firmas têm relações próximas com os intermediários financeiros (o que é comum em sistemas financeiros baseados em crédito bancário), os custos de informação são reduzidos, diminuindo as restrições ao financiamento. Clientes assíduos e com relações duradouras costumam obter empréstimo em melhores condições de prazo, custo (juros) e possuem menores exigências de colaterais.²¹

Em contraposição ao crédito bancário, mercados de ações possuem a vantagem de melhor disseminar as informações financeiras. Na medida em que se tornam maiores e mais líquidos, os mercados de capitais também estimulam a aquisição de informações e as tornam transparentes. Entretanto, diferentemente do crédito bancário, as informações em mercado de ações possuem caráter de bens públicos e, como tais, podem provocar uma redução da eficiência econômica. Isto porque haverá poucas iniciativas em gastar recursos privados na aquisição de informações, que já estão quase imediatamente disponíveis. Portanto, as consequências do processo de disseminação de informações em mercados públicos são consideradas ambíguas para o crescimento econômico. Finalmente, deve ser considerada a hipótese de se criarem canais de informações entre mercados de ações e créditos. Variações observáveis nos preços das ações quando os bancos assinam contratos de empréstimo indicam que estes produzem informações privadas valiosas sobre os tomadores de empréstimo. A conclusão é:

“The evidence directly indicates an important role for financial intermediaries in reducing informational asymmetries between firm insiders and outside investors. Indirectly the evidence suggests that countries with financial institutions that are effective at relieving information barriers will promote faster economic growth through more investment than countries with financial systems that are less effective at obtaining and processing information”. (idem, p. 46)

3) Monitoramento de gerentes e o exercício do controle corporativo

Os intermediários financeiros, ao monitorarem gerentes e exercerem controle corporativo *ex post* (isto é, após o financiamento), ajudam a mitigar os custos de aquisição de informação e de *enforcement*. Ao invés de cada acionista ter de incorrer nesses custos, os

²¹ Ver Hoshi, Kashyap, e Scharfstein, 1990; Schiantarelli e Sembenelli, 1996, Petersen e Rajan, 1994; Allen Berger e Undell, Gregory, 1995. Todos citados em Levine, R, 1996.

investidores podem delegar este serviço a um banco (como monitor), reduzindo-os. Por outro lado, verificações custosas de informações podem levar ao fenômeno do racionamento do crédito. Portanto, reduzir os custos de monitoramento e de *enforcement* melhoram a eficiência global do sistema e reduzem as chances de que investimentos eficientes sejam impossibilitados por racionamento. Finalmente, se o sistema facilita o controle corporativo, a separação eficiente entre propriedade e gerenciamento torna-se mais provável, melhorando a especialização e assim (mais uma vez) a eficiência do sistema (Merton e Bodie, 1995).²²

Em termos de seus efeitos no longo prazo, é geralmente aceita a idéia de que arranjos financeiros que melhoram o controle corporativo promovem uma acumulação de capital mais rápida e propiciam o crescimento econômico ao melhorar a alocação de capital (Bancivenga and Smith 1993; and Aubhik Khan 1994, citado in Levine, idem, p.18). Por outro lado, relacionamentos de longo prazo entre clientes e bancos podem fornecer elementos para comportamentos *rent-seeking*, na forma discutida por Anne Kruguer em seus artigos, e, assim, ao contrário, constituir uma força de ineficiência.

Mercados de ações podem também promover o melhor controle corporativo, na medida em que se estabeleça uma compensação gerencial pelo comportamento do preço das ações (por exemplo, através de remuneração por participação acionária). Entretanto, as relações entre fluxo de informação, controle corporativo e aceleração do crescimento econômico são ainda ambíguas na literatura. Excessiva negociação de ações pode gerar um “ruído” no mercado e dificultar a alocação eficiente de recursos (ver Bradford DeLong, et al, 1989).

4) Mobilização de poupança

Devemos aqui adicionar que uma maior e melhor mobilização de poupança pode também estimular inovações tecnológicas. Isto porque, sem o acesso aos recursos financeiros, a restrição imposta pelo auto-financiamento se torna muito mais determinante podendo: “sharply biases investment strategy toward marginal variations within the traditional technology” (McKinnon, 1973, p.13). Nesse sentido, sistemas financeiros expandem o portfólio de tecnologias disponíveis para a economia.

²² Mais uma vez, citações em Levine, R, idem 17.

5) Facilitação de troca

O escambo é uma forma de troca bastante custosa e ineficiente, já nos alertavam Adam Smith e Stanley Jevons. Portanto, quaisquer mercados ou instituições que promovam as trocas estimulam ganhos de produtividade e, em consequência, o crescimento econômico. Mas, se o desenvolvimento dos mercados financeiros estimula o crescimento, também é verdade que o crescimento *per se* estimula o desenvolvimento dos mercados financeiros. Os dois podem ser, simplesmente, determinados conjuntamente – retornaremos a essa questão várias vezes no decorrer deste artigo.

Seção III - As contribuições de Keynes e a ênfase no problema da liquidez

“First an economy in depression could stay there ... Second, prosperity depended on investment ... And third, investment was an undependable drive wheel for the economy. Uncertainty, not assurance, lay at the very core of capitalism. Through no fault of the businessman it was constantly threatened with satiety and satiety spelled economic decline”. (Keynes, 1936)

Keynes, assim como Schumpeter, acreditava que uma economia de troca é essencialmente distinta de uma economia monetária, na qual os bancos têm um papel crucial a desempenhar. Mas, ao enfatizar o papel da moeda e seu mais intrínseco atributo, a liquidez, Keynes pôde desenvolver, de forma mais clara do que o fez Schumpeter, as diferenças entre economias de troca e monetária.²³

Assim como na parábola de Schumpeter, em uma “economia cooperativa” conforme descrita na *Teoria Geral (co-operative economy)*, o principal problema econômico é a alocação da renda entre os fatores de produção, onde cada um destes recebe a proporção que lhe cabe no esforço produtivo.²⁴ Em contraste com uma economia de troca, em uma economia monetária (*monetary economy* ou *entrepreneur economy*), especialmente em um contexto de crescimento, o financiamento antecede o investimento e é o investimento a *causa*

²³ Formalmente, liquidez é a facilidade e a rapidez com que os agentes podem converter ativos financeiros em poder de compra sem perda de valor. Por definição, a moeda, ao ser o ativo utilizado para exercer a função de meio de pagamento cotidiana, tem o prêmio de liquidez máximo.

²⁴ “... the factors of production are rewarded by dividing up in agreed proportions the actual output of their co-operative efforts”. (Keynes, 1979, p.78)

causans na determinação na produção e do emprego (Princípio da Demanda Efetiva).²⁵ “Only in a very early stage of capitalistic development do banks depend on previous deposits to create credit (only in this stage do deposits necessarily precede loans and hence saving precede investment” (Chick, 1986).

A bem dizer, a importância crucial dada por Keynes aos bancos no ciclo de negócios já se encontrava registrada em seu livro anterior, *The Treatise on Money*, publicado em 1930. Não que o autor tenha sido o pioneiro no assunto; de fato, muitos economistas já haviam discutido a importância dos bancos para o crescimento econômico. Entretanto, foi Keynes quem enfatizou que atribuir esse papel crucial implicava uma discordância mais profunda: discordar quanto à necessidade da poupança prévia ou da existência de fundos ociosos (*loanable funds*) para o crescimento econômico:

“It has been usual to think of the accumulated wealth of the world as having been painfully built up out of that voluntary abstinence of individuals from the immediate enjoyment of consumption, which we call Thrift. But it should be obvious that mere abstinence is not enough to build cities or drain fens. ... It is Enterprise which build and improves the world’s possessions ... If enterprise is afoot, wealth accumulates whatever may be happening to Thrift; and if Enterprise is asleep, wealthy decays whatever Thrift may be doing”. (Keynes, *Treatise on Money*)

Já no *Treatise* aparece a idéia de que a moeda pode ser criada tanto através de operações de mercado aberto, como da criação de depósitos bancários. No primeiro caso, o efeito se dá nos preços dos títulos, através das taxas de juros. Quando, alternativamente, são os bancos que criam os meios de pagamento, o efeito da operação depende se os depósitos adicionais são (ou não) usados para aquisição de bens e serviços. Somente no primeiro caso, entram na circulação industrial e geram um processo multiplicador que pode levar a um aumento na produção, nos preços, ou em ambos – dependendo do nível inicial do produto. Se, entretanto, a moeda criada pela atividade dos bancos for usada para comprar, por exemplo, títulos, o efeito na taxa de juros será similar ao que acontece com as operações de mercado aberto. Finalmente, se a moeda for entesourada (*hoarded*), não haverá efeito imediato na taxa de juros.²⁶

Na *Teoria Geral* publicada pela primeira vez em 1936, Keynes deixou claro que, na sua visão, a organização da produção em uma economia monetária se dá prioritariamente por uma classe empresarial em busca de lucros. Há, portanto, uma hierarquia decisória onde o

²⁵ Ver Carvalho, F., 1992 para uma discussão aprofundada do conceito de Economia Monetária em Keynes.

²⁶ Ver a discussão em Studart, 1995, p. 38.

nível do produto efetivo depende, em última análise, de uma decisão dos empreendedores que leva em conta, por um lado, as possibilidades tecnológicas existentes (curva de oferta com retornos marginais decrescentes) e, por outro, as expectativas de demanda desses mesmos empresários (curva de demanda esperada – Z).²⁷

O investimento, por sua vez, depende das taxas de juros e das expectativas de longo prazo dos empresários. Como o tempo é irreversível, as decisões de produção têm que ser tomadas em um ambiente de incerteza - a incerteza é aqui um conceito crucial. E, como o retorno dos ativos de longo prazo é mais incerto do que o retorno da produção corrente, a volatilidade do investimento é maior do que a da produção de bens.

Em uma economia monetária, a criação de depósitos pelos bancos é a norma – os bancos não são meros depósitos de recursos ociosos. Assim, satisfeita uma determinada “margem de segurança” mínima, determinada pelas expectativas dos bancos e pelas autoridades monetárias ou instituições encarregadas, são os bancos – e não os poupadores – que provêm o financiamento de curto prazo (*finance*).²⁸ Na realidade, foi somente em artigos escritos posteriormente à *Teoria Geral* que algumas das idéias de Keynes se tornaram mais claras (Stuart, R., 1995, pp.38-39):

- i) o *finance* depende da disposição dos bancos em emprestar (preferência pela liquidez dos bancos - e não pela preferência dos poupadores). Porque existe incerteza na economia, a provisão do *finance* depende dessa “disposição” em enfrentar o futuro;
- ii) A poupança pode ter um papel como determinante dos preços dos ativos;
- iii) a taxa de juros não reflete prioritariamente os movimentos dos fatores reais (produtividade do capital). A taxa de juros é um fenômeno monetário, conjuntamente determinado pela política monetária, estratégias de crédito dos bancos e a preferência de liquidez dos detentores de ativos.

²⁷ Ver o Capítulo III em Keynes, 1978.

²⁸ De forma a satisfazer a margem de segurança, os bancos podem tomar emprestado reservas suplementares de outros bancos, podem vender ativos ou mesmo tomar emprestado diretamente do mercado financeiro contra certificados de depósitos bancários.

- O financiamento de curto prazo disponibilizado pelos bancos resolve o problema de financiamento dos investimentos?

Em 1937, alguns economistas, como Ohlin e Robertson criticaram a teoria da preferência pela liquidez de Keynes em artigos publicados no *Economic Journal*. Estas críticas forçaram o autor (como Keynes mesmo reconheceu) a aprimorar sua teoria, adicionando novos conceitos e tornando outros mais claros. O objetivo central do “debate de 1937” era, a rigor, discutir a determinação da taxa de juros, mas contribuiu também para esclarecer o posicionamento de Keynes em relação ao papel desempenhado pelos bancos em uma economia monetária moderna. O mais importante aporte teórico foi a divisão do ato de financiamento em um problema em dois estágios: encontrar uma fonte de *finance* e uma fonte de *funding*.

De acordo com Keynes (1937), *finance* é um tipo especial de demanda por moeda, sujeito às suas próprias flutuações que pressiona a taxa de juros. Antes de realizar um novo empreendimento, o investidor, muitas vezes, demanda moeda de uma forma distinta de sua demanda por moeda quando o investimento já está em curso (o que Keynes chamava de “active balances demand”). *Finance*, portanto, é um tipo especial de demanda por moeda “which had an intermediary nature between active and inactive balances”. (Keynes, 1937, p. 247)

Antes de dar início a um novo investimento, o empreendedor necessita de uma quantia de recursos líquidos para enfrentar as suas necessidades imediatas de caixa. Entretanto, nada pode garantir, em princípio, que essa necessidade irá corresponder a uma imediata abstenção de consumo em algum lugar. A rigor, neste momento do tempo, nem o investimento, nem a poupança existem – o investimento é, ainda, apenas uma intenção. Somente após ele ter sido efetivamente realizado é que a renda e, por conseguinte, a poupança aparecerão, através de um processo multiplicador. O investimento é sempre igual à poupança *ex post*, mas a equivalência *ex ante* não existe. Apenas em uma extremamente improvável coincidência, na qual os chefes de família poupam, *ex ante*, recursos em montantes exatamente iguais ao que os investidores pretendem aplicar, é que poupança e investimento coincidem. Ainda nesses casos, a existência da poupança não garante a existência do investimento, porque para que este ocorra é preciso que se crie **liquidez**.

É fundamental para o sistema econômico ter uma técnica que torne possível aos empreendedores – durante o interregno em que o investimento está sendo realizado, mas ainda não existe efetiva capacidade adicionada nem tampouco poupança (ibidem, p.246) –

obter recursos. Alguém, no caso as instituições de crédito, deve suprir as necessidades de liquidez da economia.

Tendo o poder de criar moeda e fazer empréstimos, os bancos e as instituições de crédito determinam em grande medida a quantidade de financiamento (*finance*) disponível para a economia. Para o autor, o controle do *finance* pelas autoridades monetárias pode ser um método potente e perigoso para regular o investimento, mas é mais potente quando usado para controlar do que quando é usado para estimulá-lo (Keynes, 1937, p.248). A escassez de *finance* pode ser uma barreira para as decisões de investimento e, em consequência, para o crescimento da economia. *Finance* é, entretanto, um artifício contábil: “ ‘Finance’ and ‘commitments to finance’ are mere credit and debit book entries which allow entrepreneurs to go ahead with assurance.” (ibidem, p.247).

Nessa concepção, os limites de crescimento econômico não são dados pela existência (ou não) de fundos emprestáveis (*loanable funds*). A poupança somente interfere no processo de crescimento econômico se a sua alocação for um reflexo de uma maior preferência pela liquidez. O “problema da poupança” não é dado pelo seu volume (sempre igual ao investimento), mas sim, pela sua alocação (resultante da preferência pela liquidez do público e dos bancos). Para que os empreendedores se sintam seguros e líquidos, alguém tem de concordar em se tornar menos líquido do que antes.²⁹ A intenção de poupar mais pode até afetar a propensão natural em estar menos líquido, mas este é apenas um – e para Keynes, o menos importante – entre os fatores que afetam a preferência pela liquidez de uma economia. Em geral, o *finance* é proporcionado pelos bancos.

Deve ser acrescentado, entretanto, que todo e qualquer financiamento concedido por um banco (o termo *finance* abaixo deve ser entendido no sentido de financiamento em geral), é uma faca de dois gumes já que também propicia falências e crises (conceito de fragilidade financeira de Minsky):³⁰

“... finance allows economic units to become illiquid in the presence (by way of cash commitments) in exchange for the possibility of recovering liquidity (plus profitability) in the future; specifically, it permits these units to acquire assets whose expected cash-flows will exceed the cash commitments entered into to acquire them. Thus finance allows the undertaking of future commitments that may turn out to be impossible to

²⁹ Deve ser observado que ter liquidez não implica em disposição ao investimento. Situações como armadilha da liquidez há aumento da liquidez, mas o investimento não ocorre.

³⁰ Esse ponto foi, na realidade, esclarecido por Minsky (1982). De fato, baseado nas abordagens analíticas de Keynes e Schumpeter, foi Minsky (1982) quem explorou profundamente a idéia de que mudanças nos preços dos ativos poderiam afetar o comportamento geral da economia.

fulfill. Failures of expectations realization then take the form of liquidity crunches, or in severe cases, of insolvencies and bankruptcies”. (Burlamaqui and Kregel, 2005, p. 8)

Em Keynes, retornando à discussão de 1937, o investimento planejado (*ex ante*) depende das condições atuais de mercado (o atual estado da preferência pela liquidez – condição para o fornecimento de crédito pelos bancos) e das expectativas de longo prazo dos empreendedores. Mas o financiamento de um projeto de investimento não depende apenas da existência de *finance*. Ainda nos artigos de 1937, Keynes criou um novo conceito: o *funding*, embora o tenha desenvolvido pouco.³¹

Como visto, o papel dos bancos é fornecer *finance* toda vez que empreendedores quiserem aumentar seus investimentos. Os empréstimos bancários, entretanto, são, em regra, de créditos de curto prazo e, portanto, não satisfazem completamente as necessidades de financiamento das empresas. Empreendimentos de maior fôlego geralmente necessitam, além de recursos que aliviem as restrições de liquidez, recursos de mais longo prazo para cobrir – *fund*, por isso o termo *funding* – o investimento. *Funding* é assim o processo pelo qual as famílias transferem por um longo período liquidez para firmas endividadas, através da aquisição de ativos de longo prazo (tais como ações, títulos etc.). Tendo adquirido esses recursos, os empreendedores podem repagar aos bancos o crédito de curto prazo que tomaram emprestado, fechando o circuito do financiamento. A importância do *funding* é ressaltada na passagem abaixo:

“With liquid capital markets, savers can hold liquid assets like equity, bonds, or demand deposits – that they can quickly and easily sell in they seek access to their savings. Simultaneously, capital markets transform these liquid financial instruments into long-term capital investments in illiquid production processes. Because the industrial revolution required large commitments of capital for long periods, the industrial revolution may not have occurred without this liquidity transformation: “The industrial revolution therefore had to wait for the financial revolution...”. (Valerie Bencivenga, Bruce Smith and Ross Starr, 1966, p. 243, citado in Levine, R, 1996, p. 8)

Cabe aqui acrescentar que, no contexto do financiamento do desenvolvimento em países que não possuem fontes estruturadas de *funding* (tais como um mercado de ações bem desenvolvido), será preciso construir instituições alternativas, como veremos.

³¹ Por esse motivo utilizamos aqui, de forma complementar, o artigo de Davidson, P. (1986).

Embora se possa argumentar que os conceitos de *finance e funding* são pouco conhecidos entre os economistas, não se pode dizer o mesmo quanto ao papel atribuído à liquidez antes e depois da *Teoria Geral*. Como afirmado nesse livro, todo ativo real ou financeiro possui um atributo de liquidez que pode ser chamado de prêmio de liquidez. Além disso, a liquidez é também um atributo (um mercado pode ser mais ou menos líquido). Vejamos agora a importância da liquidez para o crescimento econômico.

- Como a liquidez afeta o crescimento?

A ligação entre liquidez e desenvolvimento econômico emerge da consideração de que alguns projetos de elevado retorno requerem um comprometimento de recursos financeiros por longos períodos de tempo - condição que muitas vezes não é voluntariamente oferecida pelos poupadores. Ao criar instrumentos que aumentem a liquidez dos investimentos de longo prazo, os mercados financeiros propiciam um maior crescimento.

Recentemente, alguns autores modelaram o surgimento de mercados financeiros como resposta ao risco de liquidez e examinaram como estes mercados afetam o crescimento econômico.³² Como veremos, porém, estes trabalhos não podem ser considerados propriamente dentro do arcabouço keynesiano, embora atribuam grande importância ao problema da liquidez.

Por exemplo, o trabalho de Douglas Diamond e Philip Dybvig (1983), discute-se a escolha entre dois investimentos: um projeto ilíquido, com elevados retornos; e um projeto líquido, de baixo retorno. No modelo, os agentes estão sujeitos a choques (aleatórios) e os custos de averiguar se o concorrente recebeu ou não um choque são proibitivos (existe vasta literatura onde os custos de verificar se os poupadores receberam ou não um choque é a razão principal para o surgimento e desenvolvimento do mercado de ações). Aqueles que recebem choques desejam ter acesso imediato as suas poupanças; portanto, antes de o projeto ilíquido maturar de forma que exista um incentivo para investir em projetos líquidos, de baixo risco. Proporcionando depósitos à vista e uma combinação apropriada de investimentos líquidos e ilíquidos, os bancos podem garantir os poupadores contra os riscos de liquidez e, ao mesmo tempo, facilitar investimentos de longo prazo em projetos de elevados retornos. Neste caso: “Banks replicate the equilibrium allocation of capital that exists with observable shocks” (Levine, 1996. p. 9).

³² Deve-se atentar para o fato de que estes modelos tratam do “risco de liquidez” e não do problema da restrição de liquidez propriamente dito – que questão crucial para Keynes.

Um outro exemplo pode ser encontrado em Levine, R. (1991). Em seu modelo, ao facilitar as trocas, mercados de ações reduzem o risco de liquidez e, conforme esses mercados se desenvolvem, os custos de transação caem, possibilitando que mais investimentos ocorram em projetos ilíquidos, mas de grande retorno. Se os projetos ilíquidos usufruírem de grandes externalidades, então uma maior liquidez no mercado de ações induzirá maiores taxas de crescimento (*faster steady-state growth*).

Aceita-se o argumento de que diferentes tecnologias de produção possam ter longos períodos de gestação e que, de maneira geral, tecnologias que levam mais tempo para serem desenvolvidas propiciam maiores retornos. Todavia, sozinhos, investidores podem ser relutantes em abrir mão do controle de suas poupanças por longos períodos de tempo – o que requer, para a implementação do projeto, que a propriedade seja transferida para mercados secundários. Se a troca de propriedade for muito custosa, algumas tecnologias que requerem longos prazos de maturação podem ser descartadas. A liquidez – medida pelos custos de transação em mercados secundários – afetaria, assim, decisões de produção.

Geralmente, os bancos podem, ao reduzir ou mesmo eliminar os riscos de liquidez, aumentar o investimento em projetos ilíquidos de elevado retorno, e, assim, acelerar o crescimento. Entretanto, existe um problema teórico quanto à capacidade dos bancos de reduzir o risco de liquidez:

“The banking equilibrium is not incentive compatible if agents can trade in liquid equity markets; if equity markets exist, all agents will use equities; none will use banks (Charles Jacklin, 1987). Thus, in this context, banks will only emerge to provide liquidity if there are sufficiently large impediments to trading in securities markets (Gary Gorton and George Pennacchi, 1990, citado em Levine, *idem*).

É de ampla aceitação que uma maior liquidez: (a) aumenta os retornos dos investimentos e (b) reduz a incerteza. Isto é um problema para os modelos que usam o argumento da poupança prévia e suas conseqüências para o crescimento. Isto porque maiores retornos afetam, de forma ambígua, as taxas de poupança devido aos conhecidos efeitos renda e substituição. Soma-se a isso o fato de que uma menor incerteza afeta também de forma ambígua as taxas de poupança. Conseqüentemente, as taxas de poupança podem subir ou cair na medida em que a liquidez aumenta. De fato, em um modelo com externalidades, um aumento da liquidez pode fazer com que as taxas de poupança caiam o suficiente para que o

crescimento se desacelere. (Tulio Jappelli e Marco Pegano, 1994).³³ Certamente, essa questão se torna menos relevante quando não se considera, como na perspectiva keynesiana, que a poupança *ex ante* seja determinante para o crescimento.

Talvez devido ao problema exposto, os trabalhos empíricos para avaliar os impactos da liquidez sobre o crescimento, em geral, focam os mercados de ações. Para avaliar a relação entre a liquidez do mercado de ações e taxas de crescimento nacionais, taxas de acumulação de capital e de mudança tecnológica, por exemplo, Levine e Zervos (1996) construíram duas medidas de liquidez e aplicaram para 49 países, durante o período de 1976-1993 (citado em Levine, R, 1996, p.42).³⁴ O primeiro indicador de liquidez é a *value-trade ratio*, que é igual ao valor total de ações negociadas na bolsa de valores de um país dividido pelo PIB. O segundo indicador é a *turnover ratio*, igual ao valor total de ações negociadas na bolsa de valores de um país dividido pela capitalização do mercado de ações (*the value of listed shares on the country's exchanges*). A *turnover ratio* mede o valor das negociações em relação ao tamanho do mercado, enquanto as proporções de valor negociado medem as negociações relativamente ao tamanho da economia. Levine e Zervos (1996) encontraram como resultado que o nível inicial na liquidez dos mercados de ações – dado pelas duas medidas – é um bom prognóstico (estatisticamente significativo) para o crescimento econômico, acumulação de capital e crescimento da produtividade nos 18 anos seguintes. Os coeficientes encontrados também sugerem que existe uma relação economicamente significativa (ver Levine, R, 1996, pp.42-43).

Seção IV - Gurley e Shaw; o modelo de Shaw-McKinnon e o problema da repressão financeira.

Financial intermediaries] enable spending units to escape the strait jacket of balanced budgets and to order their spending more efficiently. (Gurley and Shaw, 1960, p. 197)

“The McKinnon-Shaw argument is that a rise in interest rates on savings and deposits will increase the saving rate in developing countries and, in standard neoclassical fashion, raise the rate of economic growth. The

³³ Todos citados em Levine, Ross (1996).

³⁴ Os mercados de ações, entretanto, são somente um mecanismo para promover a liquidez. Os bancos e mercados de títulos podem também fazer o mesmo. Dessa forma, medir o desempenho de (apenas) uma parte do sistema financeiro pode gerar um indicador equivocado da função do sistema financeiro com um todo – conforme admite Levine (ibidem).

increase in interest rates will lead to an inflow of deposits into commercial banks, raising their capacity to lend and finance investment” Agénor e Montiel. (1999: 208-209, citado em Hermann, J, 2002, p. 42)

Como já observamos previamente, nem Schumpeter nem Keynes exploraram o papel dos intermediários financeiros (que não bancos comerciais) de forma mais aprofundada. Aqueles que primeiro o fizeram de forma organizada, considerando implicações diretas para o crescimento econômico, foram Gurley, J e Shaw, E. (1960) em *Money in a Theory of Finance*. Nesta obra, os autores propõem um estudo teórico sobre como dívidas, ativos financeiros, instituições e políticas financeiras contribuem para o processo de formação de preço e do produto – e como estes últimos são afetados por variações nos primeiros. Sua intenção, como está explicitamente colocado na introdução de seu livro, é desenvolver uma teoria de financiamento que abranja a teoria da moeda e uma teoria de instituições financeiras que inclua a teoria bancária (p. 1).

O livro começa por condenar a metodologia usual das obras de finanças: uma abordagem histórico-descritiva que fugiria ao padrão de rigor acadêmico da teoria econômica.³⁵ Em contraposição a essa postura, Gurley e Shaw se propõem a empregar uma análise de Equilíbrio Geral. Dessa forma, o ponto de partida é um estado de equilíbrio estacionário, onde o investimento líquido se iguala à poupança líquida, tanto os consumidores como as firmas possuem orçamentos equilibrados (*balanced budgets*), os consumidores não acumulam ativos financeiros, enquanto as firmas não possuem dívidas e não há pagamento de juros. A partir de então, os autores vão considerar quais as conseqüências para a economia da intermediação financeira, em um contexto de crescimento econômico.

Em uma trajetória de crescimento equilibrado (preços constantes), os fluxos e estoques se expandem a taxas uniformes, a distribuição de renda e a propensão a consumir são constantes, de forma que o endividamento das firmas em relação à renda nacional (*issues-income ratio* - IIR) se torna também constante.³⁶ Um nível de produto mais elevado, entretanto, faz com que IIR cresça, uma vez que aumenta os gastos das firmas com investimentos líquidos em relação às respectivas poupanças líquidas (portanto, aumenta o

³⁵ A expressão utilizada é, na realidade, *economic proper work*, idem, p. 3.

³⁶ A *issues-income ratio* depende: 1) do crescimento econômico (uma taxa de crescimento mais alta elevará a relação, pois os gastos líquidos de investimento relativos à poupança líquida aumentam e, assim, cresce o endividamento dos agentes em relação à renda nacional); 2) da lucratividade real dos negócios (*real rental rate*). Uma maior taxa de lucratividade aumenta a poupança líquida das firmas, (reduzindo o endividamento para cada nível de receita nacional); 3) da relação capital-produção (uma relação capital-produção mais alta eleva o nível do investimento líquido em relação à renda nacional e, assim, aumenta o endividamento como proporção da renda nacional); e 4) da taxa de juros (uma taxa de juros que seja superior à *real rental rate* eleva a relação IIR para cada taxa de crescimento do produto porque reduz a poupança líquida das firmas).

endividamento do setor industrial como proporção da renda nacional). O ponto relevante aqui é: **o crescimento econômico necessariamente aumenta o endividamento das firmas.**

A segunda idéia central do trabalho de Gurley e Shaw (1960) é que **o crescimento econômico requer o desenvolvimento do sistema financeiro.** Por outro lado, o próprio desenvolvimento dos ativos financeiros leva a um movimento de busca de diferenciação, fazendo crescer tanto a demanda como a oferta dos ativos financeiros para cada nível da renda. A resposta à questão “quem segue quem?” formulada na introdução deste artigo é (mais uma vez) considerada ambígua. Admite-se a existência de *feedbacks* entre a intermediação financeira e o crescimento econômico – e também que o processo de diferenciação entre os ativos financeiros constitui uma tendência natural em um ambiente de crescimento do produto.

Observa-se ainda que, quando a produção nacional está sujeita a perturbações de natureza cíclica, em um contexto de instabilidade no crescimento e na distribuição do produto (ou instabilidade dos preços, da produção corrente ou do valor dos títulos) torna-se racional que os tomadores de empréstimo, assim como os emprestadores, busquem diferenciar os respectivos portfólios de ativos financeiros: “both are tactics of risk-avoidance in a society where there is division of labor between saving and investment” (Gurley e Shaw, 1960, p. 131). Ou seja, **o desenvolvimento financeiro também afeta o mix dos ativos financeiros** disponível para os agentes (*primarily securities*).

Mas a principal inovação do livro de Gurley e Shaw é, como já sugerido, a descrição do papel da **intermediação financeira não bancária.** Todos os intermediários financeiros criam ativos financeiros: o sistema bancário cria meios de pagamento, outros intermediários criam agregados monetários de menor liquidez. Cada um cria a sua própria e única forma de dívida: o sistema bancário cria o que se denomina *primary assets* (ativos monetários), enquanto o sistema não bancário cria *indirect securities* (ativos não monetários e ações). Enquanto o primeiro é utilizado como meio de troca, ações de empresas, por exemplo, carregam apenas um direito de propriedade sobre uma determinada firma (pp. 198-99). Há, todavia, semelhanças entre a atividade dos dois grupos de instituições:

“There are many similarities between the monetary system and nonmonetary intermediaries, and the similarities are more important than the differences. Both type of financial institution create financial claims; and both may engage in multiple creations of their particular liabilities in relation to any one class of asset that they hold. Both acts as intermediaries in the transfer of unspent incomes from surplus to deficit units. Moreover ... both are capable of creating

loanable funds, of bringing about an excess stock of money and of producing an excess of ex-ante investment over ex-ante saving” (idem, p. 202)

Em princípio, o sistema financeiro não bancário tem apenas o papel de servir de intermediário (para o público em geral) na compra de ativos financeiros e de criar, entre instituições semelhantes, direitos (*claims*) sobre outros ativos financeiros, seja sob forma de poupança, depósitos, ações, ações ordinárias ou outras obrigações.³⁷ Quando o moeda é neutra (ou seja, quando choques nominais mudam preços e salários na mesma proporção), a presença de intermediários não bancários privados não tem quaisquer efeitos. Entretanto, a exigência de lastro nas obrigações financeiras dos intermediários (*outside indirect securities*, definidos como: “... holds of gold or foreign securities behind financial intermediaries’ liabilities – idem, p. 235) pode alterar esse quadro, levando a não-neutralidade da moeda. Nesse contexto, **a expansão da atividade dos intermediários não bancários durante o processo de crescimento do produto pode ter também efeitos reais – e mesmo reduzir a eficácia da política monetária.**

A conclusão dos autores é que a intermediação financeira tomada em seu conjunto (incluindo bancos e outras instituições financeiras) aumenta o potencial de crescimento da economia na medida em que permite a realização de investimentos que, de outra forma, não existiriam:

“An economy without financial assets would require each spending unit to invest in new tangible assets whatever part of its current income was not consumed, assuming that there is no trading in existing tangible assets ... This sort of arrangement would early likely lead to a relatively low level of investment and saving and hence, to a relatively low growth rate of output. The absence of financial assets, moreover, would bring about an inefficient allocation of resources. An ordering of investment opportunities by their expected rates of return almost always limits investment by some units that exceeds their saving (that is, deficits) and investment by others that falls short of their saving (that is surpluses). But without financial assets this efficient ordering of investment cannot often be achieved. Relatively inferior investment projects are undertaken and many of the superior ones go by the boards simply because there is no efficient way to distribute investment projects among spending units in a manner that differs from the distribution of saving among them.”. (Gurley and Shaw, idem, p. 196)

Entretanto, como pode ser observado pela citação acima, a ênfase na importância do papel dos intermediários financeiros vai, ao final, na possibilidade de melhorar a alocação de

³⁷ A recompensa da intermediação é a diferença entre as taxas de retorno dos ativos financeiros em posse dos intermediários financeiros e aquelas pagas para seus clientes.

poupança. Este também é o cerne do argumento desenvolvido por McKinnon (1973) – a seguir analisado.

- Quais são as hipóteses por trás do chamado “Modelo Shaw-McKinnon”?

Conforme mencionamos anteriormente, os fundamentos teóricos do modelo Shaw-McKinnon (Shaw MacKinnon Model – SMM, doravante) são: a teoria dos fundos emprestáveis (equivalente ao conceito de poupança prévia³⁸), as teorias de crescimento exógeno dos anos 40 e 50 e a hipótese de mercados financeiros eficientes (Hermann, J, 2002).³⁹ Tendo visto que a teoria dos fundos emprestáveis já foi discutida na Seção IV, passaremos diretamente às Teorias de Crescimento e, em seguida, à discussão da hipótese dos mercados eficientes já que estas são cruciais para as conclusões acerca da Teoria da Repressão Financeira.

A chamada “literatura sobre crescimento dos anos 40 e 50” envolve um grande número célebre de modelos de crescimento tais como Harrod (1948); Domar (1947 e 1957); Kaldor (1955-56) e Solow (1956). Nelas, a despeito de algumas diferenças modelísticas, a taxa de crescimento real do produto é função (em alguns casos não exclusivamente) da propensão a poupar e da relação capital-produto. Tomemos, por exemplo, o modelo Harrod-Domar (H-D) onde existem: 1) uma “taxa de crescimento garantida” na qual o crescimento é expresso como uma razão entre a propensão a poupar (considerada uma variável estrutural) e a relação capital-produto (ajustável); 2) uma “taxa de crescimento natural”, que depende de fatores exógenos, tais como a taxa de crescimento populacional e a do progresso tecnológico.

No modelo H-D, não há mecanismo endógeno de ajuste entre as taxas de crescimento garantido e natural, porque a relação capital produto é tida como exógena e constante (Hermann, 2002, p.44).⁴⁰ Admite-se que: 1) se os preços dos fatores (especialmente salários) não forem perfeitamente flexíveis; 2) se a função de produção apresentar alguma forma de

³⁸ Ver os argumentos de Keynes no debate de 1937. Na realidade, Ohlin (1937) e Robertson (1937) tentaram defender que uma “teoria de fundos emprestáveis” era mais ampla do que a mera consideração de “poupança prévia”, mas Keynes provou a equivalência.

³⁹ Pode ser argumentado que outro pilar para o SMM é o Modelo Mundell-Fleming (Ver Hermann, J, 2002). Entretanto, suas implicações se referem às recomendações dos autores sobre a adoção de taxa de câmbio flutuante quando da liberalização das contas de Balanço de Pagamentos. Como essa tese é restrita ao período de 1950-80, quando Brasil e Coréia eram “economias fechadas” com controles sobre a taxa de câmbio, nós excluímos esse pilar de nossa análise.

⁴⁰ Como a Produtividade Marginal de Capital é uma função decrescente da relação capital-produto e a tecnologia é flexível, existe uma quantidade de capital máxima a ser utilizada. Esta corresponde a uma situação onde a produtividade marginal do capital equivale a seu custo de oportunidade, ou seja, à taxa de juros de mercado.

rigidez (por exemplo, pela indivisibilidade do capital ou pela dificuldade em satisfazer a demanda por trabalhadores qualificados); ou 3) se existe alguma restrição financeira que evite o ajuste da relação capital-produto, a convergência entre a “taxa garantida” e a “natural” pode, simplesmente, não ocorrer (idem).

Assim, o crescimento pode ser “travado” em um nível baixo por um longo período de tempo (por isso H-D é usualmente considerado um modelo keynesiano). Isso tenderia a ocorrer em situações em que a economia é forçada a operar com baixos níveis de relação capital-produto – o que seria, aliás, comumente encontrado em setores de baixa produtividade ou, tipicamente, em economias agrárias.

O modelo Shaw-MacKinnon (também) estabelece uma relação direta entre poupança e crescimento econômico (admitindo, inclusive, a fragilidade do argumento da tendência de convergência entre as taxas garantida e a natural). A mais importante diferença é o tratamento conferido à **propensão a poupar, que deixa de ser vista como algo estrutural para ser uma variável influenciável através de políticas** (Hermann, ibidem).

No SMM, a intermediação financeira pode afetar o crescimento econômico na medida em que aumenta a poupança na economia. Aqui, a igualdade entre poupança e investimento não é vista apenas como uma **condição de equilíbrio** (como o é nas teorias Keynesianas de crescimento dos anos 50), mas como uma **relação determinística**: a poupança gera o investimento (“argumento da poupança prévia” ou “teoria dos fundos emprestáveis”). O investimento ainda é visto como função da produtividade marginal do capital e admite-se que possui problemas de ajuste, devido à indivisibilidade de diversos projetos (*lump-sum expenditure*). Ele pode ser tanto auto-financiado, quanto financiado através de fundos emprestáveis intermediados através do sistema bancário. A função da poupança é tida como a crucial para o crescimento.

O outro pilar do SMM é, conforme mencionado, a hipótese de mercados eficientes. É interessante investigar esse argumento com alguma cautela, já que sua ausência invalida as conclusões do modelo e o argumento será também explorado na abordagem de falhas de mercado, a ser vista. Uma definição do *New Palgrave* para mercado eficiente é aqui usada:

“A capital market is said to be efficient if it fully and correctly reflects all relevant information in determining security prices. Formally, the market is said to be efficient with respect to some information set, ϕ , if security prices would be unaffected by revealing that information to all participants. Moreover, efficiency with respect to an information set, ϕ , implies that it is impossible to make economic profits by trading on the basis of ϕ ”. (Malkiel, 1992, p. 120)

Na realidade, a depender dos diferentes tipos dos conjuntos de informação, a hipótese de eficiência de mercado (Efficient Market Hypothesis – EMH doravante) pode ser distinguida em três níveis: a forma fraca, semi-forte, e forte.

A forma **fraca** afirma que os preços refletem todas as informações contidas na série histórica – isso significa que os preços dos ativos financeiros apresentam um padrão de comportamento do tipo passeio aleatório (*random walk*) e, portanto, constituem um processo *martingale*.⁴¹ Em termos intuitivos, ser um passeio aleatório implica simplesmente que a análise do comportamento passado é inútil para prever o futuro: “any information from such an analysis will have been impounded in current market prices” (idem, p.120). Formalmente, os retornos dos investimentos são serialmente independentes (*serially independent*) e suas distribuições de probabilidade são constantes ao longo do tempo.⁴² Assim, a forma fraca do EMH afirma (apenas) que oportunidades de arbitragem não deveriam existir em um mercado eficiente (p. 121).

A forma semi-forte vai além, afirmando que os preços correntes das ações refletem não apenas as informações históricas, mas também toda a informação relevante da empresa disponível publicamente. Finalmente, a forma forte afirma que toda informação sobre a empresa conhecida por qualquer participante do mercado se reflete por completo no preço de mercado. “There is perfect revelation of all private information in market prices so not even privileged information can be used for superior investment analysis” (p. 120). Vale notar, porém, que é a forma fraca do EMH aquela de maior aceitação na comunidade financeira - e é aquela usada no SMM, aqui em análise.

- Por que a repressão financeira deveria condenar o crescimento?

As instituições bancárias e não bancárias podem, através dos mercados de crédito e do mercado de capitais, reduzir os custos de transação, proporcionar liquidez e, assim, diminuir os riscos dos poupadores nos mercados de ativos. Em outras palavras: o desenvolvimento dos

⁴¹ Um passeio aleatório $\{z_{it}\}$ é uma seqüência de somas cumulativas: $z_1 = g_1, z_2 = g_1 + g_2, \dots, z_i = g_1 + g_2 + \dots + g_i, \dots$ onde $\{g_i\}$ é um vetor formado por elementos ruído branco independentes entre si (logo são i.i.d com média $\mathbf{0}$ e matriz de variância finita). É fácil mostrar que um passeio aleatório é um processo martingale, ou seja, que: $E(z_i | z_{i-1}, \dots, z_1) = z_{i-1}$. Ver Hayashi, 2000, p. 103.

⁴² Merton (1980) citado em Malkiel, 1992, p. 121 mostrou que mudanças na variância do retorno das ações (preço) podem ser previstas a partir de sua variância no passado recente. Esses desvios em relação a um comportamento de passeio aleatório puro não violam a forma fraca da EMH. Ainda assim, o modelo formal de passeio aleatório não é rigorosamente válido, uma vez que as distribuições de probabilidade dos retornos de ações não são constantes no tempo. Evidências empíricas mostram que o modelo apropriado para preços de ações seria, na realidade, um *submartingale* (ver nota anterior), em detrimento ao passeio aleatório. Ver Malkiel, ibidem.

mercados financeiros pode aumentar a propensão a poupar e, conseqüentemente, a taxa de crescimento de um país. A ênfase do modelo SMM, entretanto, recai somente na questão da poupança – o que é um retrocesso em relação ao modelo Shaw Mackinnon, como já apontamos.

Segundo McKinnon (1973), prevalece nos países em desenvolvimento uma atitude favorável à intervenção estatal no mercado de crédito objetivando alavancar a industrialização. Entretanto, a tentativa de colocar os juros artificialmente baixos como estímulo à produção local levaria à ineficiência no uso dos fatores, bem como na escolha das tecnologias. Subsídios ao investimento sob a forma de juros abaixo do mercado para, por exemplo, a aquisição de máquinas e equipamentos, levariam ao sobre-investimento no setor (e sub-investimento em outros).

No SMM, a repressão financeira não apenas diminui a taxa de crescimento efetiva da economia, na medida em que reduz a propensão a poupar, mas também o que seria o equivalente à “taxa de crescimento natural”, já que a menor disponibilidade de poupança inibe o progresso tecnológico. A poupança é vista como uma função da taxa de juros real, que depende do comportamento da inflação. Por conseguinte, a liberalização financeira e o controle da inflação, aumentam os juros reais, em conseqüência a poupança e, portanto, o crescimento efetivo. O crescimento potencial também se eleva, beneficiado por uma maior taxa de progresso tecnológico (supondo que o desenvolvimento financeiro e a desregulamentação de mercado aumentam o acesso a técnicas mais sofisticadas para as firmas). Nesse novo contexto, não apenas a poupança interna aumenta (o que permite uma maior quantidade de investimento), mas também a qualidade do investimento interno é melhorada. A liberalização também contribui para uma maior flexibilização dos preços e, portanto, para o processo de convergência entre as duas taxas, como no modelo neoclássico (Hermann, idem, p.47-8). Colocando de forma objetiva:

“The standard argument against it [financial repression] is that low interest rates reduce savings and thus inhibit economic growth. It is argued that because financial institutions are essential to the efficient allocation of capital, free competitive markets are needed to ensure that resources go to those who value them the most. The borrowers who are willing to pay the highest interest rates on loans are those whose projects will yield the highest return. If governments restrict interest rates and replace efficient market allocation mechanisms with capricious public selection processes, the result is less capital, and what capital there is will be less efficiently allocated”. (Stiglitz, 1993, p.40)

Desta forma, ao liberalizar os mercados, os juros reais subiriam e desde que controlada a inflação estes se manteriam em níveis estáveis. Assim, o governo (na verdade a sua retirada) favoreceria a acumulação de capital fixo e, portanto, o crescimento econômico. A desmontagem do quadro de repressão financeira exigiria, porém, a construção de um ambiente financeiro competitivo, no qual os bancos seriam estimulados a conceder créditos a prazos mais longos e a taxas que refletissem a escassez do capital da economia, mas, ao mesmo tempo, incorporassem os custos administrativos peculiares de cada tomador (Aldrigui, D., 1997, p.39).

A essência do argumento de McKinnon é que juros elevados aumentam o custo de oportunidade dos investimentos – proporcionando uma seleção dos empreendimentos de mais alto retorno, preterindo outros que, apesar de relativamente ineficientes, acabam sendo implementados devido ao baixo custo de oportunidade do auto-financiamento. A problema do auto-financiamento é visto como particularmente relevante na análise do autor:

“Diferenças nas curvas de oferta de financiamento (explicadas pelos riscos diferenciados de default imputados aos tomadores de empréstimos) 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, esses investimentos discretos exigem a acumulação prévia de ativos líquidos, que seria desestimulada caso a taxa de retorno real pela posse de moeda não fosse atraente ou fosse negativa (pp.52-3). Essa complementaridade entre moeda e capital nos portfólios de ativos privados constitui a tese central do livro de McKinnon e o que o distingue vis-à-vis das teorias neoclássicas e keynesiana então em voga – que enfatizavam o efeito substituição (pp. 40, 44-45)”. (Aldrigui, Dante, 1997, pp. 36-37)

Resumindo, os resultados do SMM: 1) a poupança é função das taxas de juros reais; 2) a poupança financia o crescimento – argumento da poupança prévia; 3) os mercados financeiros livres permitem a convergência (usando EMH) de taxas de juros nominais para a taxa real em um nível eficiente – ou seja, aquele necessário para colocar poupança e crescimento no nível ótimo; 4) a repressão financeira gera escassez de crédito e muitas vezes o fenômeno do racionamento de crédito (negação do crédito independente dos juros cobrados): “which is seen as a fertile ground for inefficiency and an easy source of windfall profits to the banking system (Fry, 1989, p. 18, citado em Studart, 1995, p.23); e 5) existe complementaridade entre demanda por saldos monetários reais e por capital físico em países em desenvolvimento. Nesse contexto, a solução para o financiamento do desenvolvimento é simples e passa por um re-alinhamento de preços relativos:

“For instance, the lifting of deposit ceilings is pictured as a panacea that would lead to the establishment of a superior equilibrium position with higher levels of savings, investment and growth. It is also assumed that a less regulated and less ‘repressed’ financial market would equilibrate saving and invest optimally”. (Stuart, 1995, p. 21)

Nas duas seções que se seguem, veremos visões alternativas a que acaba de ser exposta. Por diferentes argumentos, ambas consideram que, ao contrário, subsídios de crédito e outras formas de intervenção governamental podem ser meios úteis para o desenvolvimento econômico.

Seção V - Primeira visão alternativa: A abordagem histórico–institucional

“Institutions are durable systems of established and embedded social rules and conventions that structure social interactions. Language, money, law, systems of weights and measures, table manners, firms (and other organizations) are all institutions. In part, the durability of institutions stems from the fact that they can usefully create stable expectations of the behavior of others. Generally, institutions enable ordered thought, expectation and action, by imposing form and consistency on human activities. They depend upon thoughts and activities of individuals but are not reducible to them”. (Hodgson, 2000, p.5)

O ponto de partida da abordagem histórico-institucional é de que não existe tal coisa como uma estrutura financeira ótima a ser implementada para todo e qualquer país *ad infinitum*. Considera-se que a eficácia de um determinado arcabouço institucional varia entre países e através do tempo. Enfatizando: não se pressupõe que estruturas financeiras distintas do paradigma dos mercados de capitais sejam, *a priori*, menos eficientes. Assume-se, inclusive, que a relação teórica entre instituições e eficiência econômica nem sempre é positiva numa perspectiva histórica mas, sim, complexa e de difícil mensuração.

A idéia central nessa abordagem é que instituições ao mesmo tempo restringem e habilitam o comportamento humano: “A constraint, however, can open up possibilities: it may enable choices and actions that otherwise would not exist” (Hodgson, 2000, p. 5). Assim, como a destruição de uma instituição pode ser desestabilizadora, um determinado arcabouço pode persistir ao longo do tempo, apesar de sua funcionalidade já ter se esgotado. Sendo uma fonte de previsibilidade, as instituições ajudam nos processos de tomada de decisão, mas também podem atuar como forças antagônicas ao progresso e ao crescimento econômico.

A consequência da aceitação desta complexidade é que o conceito de eficiência do mercado de capitais, no qual o principal papel do sistema financeiro é alocar poupança entre projetos alternativos de investimentos, deve ser substituído por uma nova ferramenta capaz de comparar diferentes estruturas financeiras em seus papéis de promotores do crescimento (Studart, 1995, p. 63). No lugar da eficiência (no sentido de Pareto), surge o conceito de funcionalidade (abaixo definido), que varia entre países e de acordo com os diferentes estágios de desenvolvimento de um mesmo país.⁴³

“Functionality is defined as follows: a financial system is functional to the process of economic development when it expands the use of existing resources in the process of economic development with the minimum possible increase in financial fragility and other imbalances that may halt the process of growth for purely financial reasons. Functionality has two distinctive dimensions: one concerns the stability of the financial system and another is related to the allocation of real resources. This first is the macroeconomic dimension, the second, the microeconomic”. (Studart, idem, p.64.)

Além de substituir o conceito de eficiência pelo de funcionalidade, o principal papel atribuído ao sistema financeiro não é (apenas) o de alocar poupança em projetos de investimentos que competem entre si. Alternativamente, sua função primordial é criar instrumentos que reduzam a incerteza global da economia de forma a viabilizar projetos que, de outra forma, simplesmente deixariam de ser implementados.⁴⁴ Soma-se a isso o fato de as instituições financeiras precisarem, muitas vezes, antecipar recursos que ainda não existem – conforme Schumpeter e Keynes enfatizaram. Finalmente, rejeita-se a hipótese de eficiência dos mercados financeiros e as conclusões que dela decorrem. Refuta-se igualmente o Teorema de Modigliani-Miller, afirmando, ao contrário, que a escolha por uma estrutura financeira específica tem sim implicações, especialmente para o relacionamento entre os bancos e as indústrias.

Resumindo, na abordagem histórico-institucional, o arcabouço institucional importa, mas inexitem arranjos que possam ser considerados ótimos, desconsiderando o contexto histórico e o nível de desenvolvimento do país. Eles podem, no máximo, ser mais ou menos

⁴³ Uma outra forma de avaliar a funcionalidade é fixar metas (exógenas) e verificar o seu cumprimento (ou não). Por exemplo, se o governo considera como prioridade o crescimento das pequenas firmas, uma intervenção será funcional se as ações tomadas pelo governo ajudarem de fato a melhorar o ambiente dos pequenos negócios. No contexto dessa tese, entretanto, preferimos utilizar a definição acima de funcionalidade que se baseia nos trabalhos de Minsky (1982).

⁴⁴ A ênfase no problema da incerteza é característica, na realidade, da escola Pós-Keynesiana. Pós-Keynesianos em geral utilizam-se de uma abordagem histórico-institucional em suas análises da evolução dos sistemas financeiros.

funcionais para fomentar o crescimento, considerando características nacionais (e históricas) específicas.

Todavia, alguns trabalhos nessa abordagem foram equivocadamente interpretados. Este é o caso do seminal trabalho de Gerschenkron (1973), que foi muitas vezes interpretado como uma defesa (atemporal e independente de características nacionais) da superioridade do arranjo institucional financeiro alemão.

- Estruturas institucionais financeiras são relevantes para explicar o crescimento econômico?

Comparando o sistema da Alemanha com o do Reino Unido (durante a última metade do século XIX e a primeira década do século XX), Gerschenkron (1973) observou que, no primeiro caso, era comum assistir a uma transformação de empresários do setor industrial em banqueiros. Desta forma, teriam sido criados no país fortes laços históricos entre o setor bancário e o industrial – o que teria contribuído para um crescimento econômico mais rápido na Alemanha do que no Reino Unido.

Conforme o autor observa, na Alemanha de meados do século XIX era comum ter banqueiros atuando como empreendedores, impondo modificações nas decisões empresariais ou mesmo organizando e promovendo grandes empresas manufatureiras.⁴⁵ Frequentemente, os banqueiros mapeavam o caminho dos negócios, faziam planos, decidiam por inovações tecnológicas, promoviam fusões e aquisições ou ainda aportes significativos de capital (Gerschenkron, 1973, p.137). Além disso, no caso alemão, os banqueiros comprometiam recursos em maior prazo do que o faziam os banqueiros ingleses, facilitando decisões de investimento com longo prazo de maturação. “Indeed, German banks often employed engineers and scientists to help evaluate the technology and thus the long-term prospects of borrowers to fully exploit knowledge-based advantages.” (Burlamaqui and Kregel, 2005, p.5)

Apesar de Gerschenkron ter se baseado no estudo de apenas dois países, algumas observações do autor induzem o leitor desavisado à conclusão de que a existência de um relacionamento mais forte entre bancos e indústrias (ao invés de uma estrutura de financiamento baseada em mercado de capitais, como a existente no Reino Unido) contribuiria para que países de industrialização tardia crescessem a taxas excepcionais. Entretanto, essa conclusão não é válida a qualquer momento – pelo contrário, está enraizada

⁴⁵ Tilly, 1967, p. 178-181 – citado em Levine, R, 1996, p. 49.

em seu contexto histórico e se encontra profundamente conectada com as diferenças existentes entre o estágio de desenvolvimento dos dois países. A possibilidade de crescer a taxas mais rápidas (*catch up*) só existe porque já há, para os países retardatários, soluções tecnológicas disponíveis (que já foram testadas com sucesso). Mas, para transformar possíveis soluções em saídas efetivas, é necessário realizar investimentos cruciais – e o financiamento aqui se torna essencial.

O que o Gershenkron nos ensina é que, na ausência de acumulação de capital e de mercados de capital desenvolvidos, a existência de fortes relações entre o setor bancário e o industrial pode ser uma possível solução alternativa. Ou seja, o crédito concedido pelos bancos universais alemães foi um **substituto** institucional bastante eficaz, já que as relações de longo prazo entre bancos e clientes reduzem os riscos e os custos de aquisição de informação. Na realidade, é difícil acreditar que os mercados, deixados ao sabor de suas livres forças, pudessem suprir (voluntariamente) os recursos de longo prazo e alto risco necessário para efetivar certos investimentos no estágio inicial de desenvolvimento do país. Assim, em contraste com o ocorrido no modelo Shaw-MacKinnon, as conclusões de Gershenkron dependem explicitamente do estágio de desenvolvimento do país.

Ainda na abordagem histórico-institucional aplicada aos mercados financeiros, outro trabalho seminal é o de Zysman (1983). Influenciado pelas idéias de Gershenkron, Zysman (1983) cria três “tipos ideais” de sistema financeiro. O primeiro é baseado em *mercados de capital*, com preços refletindo alocações de livre mercado; o segundo é baseado em *crédito, com preços administrados pelo governo*; e, finalmente, *instituições financeiras privadas* dominam o terceiro (sistema baseado em crédito bancário privado). Em cada um deles, a influência das instituições financeiras é exercida através de mecanismos de *exit and voice* no sentido empregado por Hirshmann, 1982:

“In capital marked-based systems with elaborate secondary markets, entrance to and exit from different financial holdings are quite simple process. The accumulation of the entrance and exit choices affects the price of different financial assets and thus the desirability of those assets and the allocation of funds between them ... In a credit-based financial system with administered prices, the voice of government will be heard along with that of the financial institutions; in a credit-based, bank-dominated system, the financial institutions will more often speak on their own”. (Zysman, 1983, p.57)

Cada um dos sistemas possui seus agentes, intermediários e instituições financeiras. O que os torna diferentes é a relativa importância dada ao mercado de capitais, ao mercado de crédito bancário ou, alternativamente, ao monetário.

No sistema baseado em mercado de capitais (como encontrado na experiência americana e inglesa), existe uma tendência a que os bancos se especializem em empréstimos de curto prazo, deixando os de longo prazo para o mercado de capitais (ações e títulos), pulverizando o risco do negócio.

No segundo *tipo ideal*, o governo fixa o preço do crédito em diferentes mercados, sinalizando suas prioridades industriais e macroeconômicas e interferindo na alocação de bens e serviços. Alterando o preço do crédito, entretanto, o governo frequentemente provoca desequilíbrios, de forma que a equalização entre a oferta e a demanda é feita por decisão administrativa. O ponto crucial é quem exerce a decisão quando os mercados estão em desequilíbrio (Zysman, *idem*).

Por fim, no caso de sistemas financeiros baseados em empréstimos bancários privados (o terceiro grupo na tipologia de Zysman), é comum se verificar o subdesenvolvimento do mercado de capitais. Como consequência, os bancos precisam monitorar de perto os negócios das firmas. Existe por assim dizer uma tendência ao exercício da *voz* (*voice*), assim como uma menor segmentação nos mercados. A referência aqui é o Banco Universal, como encontramos na Alemanha. Nesse sistema, o tratamento dos *non performing loans* (créditos inadimplentes) é geralmente mais flexível do que seria em um sistema baseado em mercado simplesmente porque o banco está mais comprometido em ajudar empresas a continuar seus negócios.

Embora distintos em seus arranjos, os sistemas de financiamento classificados por Zysman têm em comum a necessidade de dispor de condições de captação de recursos a longo prazo. A formação dessas condições depende da capacidade de geração de poupança da economia (que depende por sua vez de condições estruturais, incluindo o grau de desenvolvimento econômico e a distribuição funcional de renda, bem como de aspectos conjunturais)⁴⁶ e da existência de condições propícias à conversão de poupança agregada em poupança financeira, ou seja, ativos financeiros de médio e longo prazo (Hermann, J., 2002b, p. 15)

Na realidade, apesar de admitir a existência de modelos alternativos de estrutura financeira, a abordagem histórico-institucional parte do pressuposto de que existam desafios comuns ao financiamento de longo prazo em economias de industrialização tardia (*late*

⁴⁶ Por exemplo, a forte concentração de renda propiciaria o auto-financiamento.

commers ou *late developing countries - LDCs*): a inexistência de um mercado de capitais desenvolvido; a ausência de grande acumulação de capital e o viés curto-prazista do crédito bancário.

Em relação ao último item, é preciso ter em conta que o “viés” decorre, em grande medida, da própria composição dos passivos bancários. Devido à estrutura de suas obrigações, majoritariamente captações de depósitos a vista ou de curto prazo, as instituições financeiras e, em particular, os bancos comerciais se vêm limitados a emprestar em mesmos prazos, sob o risco de incorrerem em grandes descasamentos. Soma-se a isso uma certa aversão ao risco; chega-se a uma situação em que os bancos comerciais somente irão aceitar o risco de financiar projetos de longo prazo se a competição os levar a tal; ou se eles puderem minimizar seus riscos através de formas de *hedging*, por exemplo, recorrendo aos mercados de ações e títulos – o que é uma alternativa inexistente nos LDCs – ou através de alguma forma de acordo com o Governo, por exemplo, se este provê garantias ou cria amplas janelas de redesconto para os bancos.

Em princípio, em uma economia que cresce a elevadas taxas, as instituições financeiras podem se beneficiar provendo empréstimos de curto prazo para empresas “sedentas” (*credit-thirsty enterprises*, Studart, 1995, p.75).⁴⁷ Mas, se não há quem forneça os empréstimos de longo prazo no país, as firmas terão de recorrer (a fim de implementar projetos de investimento de maior fôlego) ao auto-financiamento ou ao endividamento externo. Em termos de estabilidade macroeconômica, é claro, os custos destas alternativas são elevados. Soma-se a isso a observação de que: “... thin financial markets, which are the rule in LDCs, tend to be highly speculative and manipulated by a few big ‘insiders’. This creates a comprehensive mistrust amongst most small savers and even more potential institutional investors” (ibidem).

Deve ser aqui observado que, especialmente em países em desenvolvimento, algumas vezes as taxas de inadimplência são tão elevadas que os juros necessários para cobrir os riscos torna o mercado simplesmente inviável. Falta de empreendedorismo, pouco apetite para riscos, longo tempo de maturação dos projetos ou outros tantos motivos fazem com que o governo tenha de atuar para viabilizar investimentos. O ponto mais importante é de que não

⁴⁷ Este problema das diferenças entre o ritmo de crescimento econômico e o desenvolvimento financeiro é particularmente grave nos chamados *late-commers* e não nos *pioneiros* da industrialização, tais como Inglaterra e Estados Unidos. A História mostra que, no caso inglês, por exemplo, os mercados financeiros se desenvolveram espontaneamente como uma resposta às necessidades criadas pela industrialização. Nos primeiros estágios da industrialização, o ritmo do crescimento e da acumulação permitiu que o volume e a maturidade dos empréstimos evoluíssem gradativamente, sem causar grandes rompimentos para o processo de desenvolvimento (Studart, 1995, p. 71).

há garantias de que o mercado, por suas próprias forças, proporcionará o crescimento máximo. Na realidade, há razões para duvidar que isso ocorra – como argumentam autores analisando experiências tardias de industrialização.

Desta forma, a intervenção governamental não é uma exceção, mas a regra em experiências de industrialização tardia – e algumas foram bastante bem sucedidas no alcance de crescimento econômico. No caso coreano, bem como no brasileiro, diga-se, as dificuldades de captação e oferta de fundos a longo prazo levaram não apenas à necessidade de criação de instituições e mecanismos governamentais de financiamento, mas também à utilização em larga medida do auto-financiamento, bem como ao uso amplo de recursos externos, sendo no caso coreano essa última fonte ainda mais relevante do que no caso brasileiro.⁴⁸

- As estruturas financeiras mudam conforme os países se desenvolvem? Em caso afirmativo, existem diferenças entre países?

Goldsmith (1969) foi o pioneiro a buscar medir empiricamente como mudanças nas estruturas financeiras ocorrem na medida em que os países se desenvolvem, analisando a relação entre um *mix* de intermediários financeiros e resultados econômicos obtidos por 35 países durante o período 1860-1963. Trabalhos mais recentes, como o de Dermigue-Kunt e Levine (1996b) estendem o mesmo exercício para 50 países no período 1970-1993 e encontraram como resultado que a estrutura financeira difere de forma significativa entre países e sofre alterações conforme o país se desenvolve.

Uma ampla evidência empírica mostra que na medida em que os países se tornam mais ricos ao longo do tempo (ou passam de países pobres para países ricos): 1) a intermediação financeira (mensurada como o total dos passivos dos intermediários financeiros em relação ao PIB) cresce; 2) os bancos aumentam sua importância em relação à importância do Banco Central para a alocação de crédito; 3) o sistema financeiro não bancário (tais como seguradoras, bancos de investimento, fundos de pensão privado e financeiras) tem sua importância aumentada; e 4) os mercados de ações se tornam mais robustos, quando medidos pela capitalização do mercado em relação ao PIB e mais líquidos (mensurado pelo número de transações em relação ao PIB, pela capitalização do mercado e pela diversidade das ações).

⁴⁸ Ver Amsdem, 1989, 2001, Chang and Evans 2000, Woo, 1991, Stiglitz, 1993 apenas para citar alguns autores sobre a experiência coreana. Ver Sochaczewski, A., 1993, Hermann, J., 2002b, Studart, R., 1995, Suzigan, W. e Pereira, J.E (1972) e Tavares, M.C (1972) para o caso brasileiro.

Há, entretanto, alguns problemas nessas análises. Primeiramente, é difícil distinguir bancos públicos de bancos privados e bancos de desenvolvimento de bancos comerciais em diversos países. Em segundo, as definições de setor bancário e de não-bancário nem sempre são consistentes quando se consideram vários países. Em terceiro lugar, a causalidade não é (novamente) considerada. Isso significa que esses testes isolados não provam que países pobres possam acelerar seu crescimento mudando a estrutura do seu sistema financeiro. Finalmente, como reconhecido pelo Banco Mundial (1989), muitas diferenças existem entre países em estágios similares do desenvolvimento econômico (p. 48). Se tirar conclusões sobre padrões de financiamento já é difícil, ligar estruturas financeiras a crescimento econômico é tarefa ainda mais árdua: “There exists considerable debate, with sparse evidence and insufficient theory, about the relationship between financial structure and economic growth.” (ibidem).

Tomemos o exemplo alemão contra o exemplo de Reino Unido. Como discutido previamente, Gerschenkron (1973) defendia que o sistema financeiro alemão, baseado em bancos universais, foi a maneira encontrada para, digamos, construir uma ponte entre o nível de desenvolvimento alemão e o inglês (*catch-up*). Embora a produção manufatureira alemã tenha crescido visivelmente mais rápido do que a produção da Grã-Bretanha nas seis décadas antes da Primeira Guerra Mundial, Goldsmith (1969, P. 406-407) encontrou que o crescimento per capita total na Alemanha atingiu um fator de “1,55”, enquanto no Reino Unido o mesmo foi de “1,35”, durante o período 1859-1913. Ou seja, a diferença agregada não foi muito grande, embora haja diferenças significativas quando a análise é feita de forma setor-específica.⁴⁹

Se alguém compara, alternativamente, o arcabouço americano com o dos bancos alemães, é fácil perceber que os segundos tendem a ser mais intrinsecamente envolvidos com o gerenciamento da indústria (Pozdena and Alexander, 1992; Allen and Gale, 1994; Demirguc-Kung and Levine, 1996a) e que os bancos alemães possuem uma maior participação no PIB do que os bancos dos E.U.A. Por um lado, o sistema financeiro americano é tipicamente caracterizado por ter um mercado de ações mais significativo – inclusive sendo mais difundida entre as famílias a compra de ações do que no caso alemão. A evidência histórica sugere que os bancos universais alemães eram mais eficientes (custo de capital mais baixo) do que os bancos americanos no período 1870-1914 e que sofreram menos

⁴⁹ Todavia, sempre se pode argumentar que outros fatores, além da estrutura financeira, também podem explicar crescimentos diferenciados entre setores distintos.

problemas de risco sistêmico, além de exercerem controle corporativo mais eficiente (Calomiris, 1994). Por outro lado, o mercado de capitais americano oferecia vantagens em termos de divisão de riscos (*risk-sharing*) (Allen e Vendaval, 1994). Desta forma, afirmações sobre dominância de uma estrutura financeira sobre outra são extremamente difíceis de serem feitas.

Comparações entre os EUA e o Japão também são muito comuns – e dão espaço para (outras) disputas. Por exemplo, dados sugerem que os bancos americanos são menos ligados a seus clientes do que os japoneses. Para alguns autores, uma relação maior entre o setor industrial e os bancos, porque mitiga assimetrias de informação (Hoshi, et al, 1990), poderia ajudar a explicar o crescimento mais rápido japonês (quando comparado com os EUA) durante o período 1960-90: “... however, the recent banking problems and slower growth in Japan have led some to argue that the absence of a credible takeover threat through efficient stock markets has impeded proper corporate governance and competitiveness” (Oxford Analytica 11/27/1995, citado em Levine, idem, p. 51).

Os exemplos que acabam de ser dados servem apenas para explicitar que comparações entre sistemas financeiros devem ser feitas com grande cautela. Além disso, ligar crescimento financeiro ao crescimento econômico deve ser feito, em princípio, controlando (no sentido estatístico) por outros fatores que influenciam o crescimento. Em segundo lugar, o pesquisador deve ser advertido que as comparações podem resultar em resultados conflitantes. Se compararmos as performances obtidas levando em conta todas as funções financeiras apresentadas na seção II deste artigo, os resultados podem ser dúbios:

“ For example, German bankers may have been more closely connected to industrialists than their British counterparts, but less capable at providing liquidity and facilitating transactions. Similarly, while Japanese Keiretsu may lower information acquisition costs between banks and firms, this does not necessarily imply that the Japanese financial system provides greater risk sharing mechanisms or more accurately spot promising new lines of business. Furthermore, while Japan is sometimes viewed as a bank-based system, it has one of the best-developed stock Markets in the world (Dermiguc-Kung and Levine 1996a). Thus the lack of quantitative measures of financial structure and the functioning of financial systems make it difficult to compare financial structures”. (Levine, Ross, 1996, pp. 51-52)

Outras complicações para as análises comparativas surgem do fato de que os debates costumam ser focados na discussão *bank-based systems versus market-based systems* – inconclusivos do ponto de vista da eficiência. Na realidade, dados indicam que tanto a liquidez do mercado de capitais (medida como o volume de transações envolvendo ações em

relação ao PIB e pelo grau de capitalização do mercado) quanto o nível do desenvolvimento bancário (medido como o volume de crédito bancário sobre o PIB) são capazes de predizer o crescimento econômico ao longo das décadas.

Mercados de ações oferecem veículos de diversificação e divisão de risco, assim como fomentam a liquidez. Bancos, por outro lado, melhoram os custos de aquisição de informação e permitem melhorar a governança corporativa das grandes firmas. Além disso, existem importantes sobreposições entre os serviços oferecidos pelos Bancos e pelo Mercado de Ações – o desenvolvimento de um melhora a eficiência do outro. Desta forma, a dicotomia pode, ao invés de ser esclarecedora, gerar mais dúvidas.

Cabe ainda considerar que a pesquisa empírica sobre as relações entre a estrutura financeira e o crescimento econômico vem focando em alguns poucos casos de países industrializados, devido a limitações de existência de dados. Mas, se estes países tiveram taxas de crescimento econômico similares, comparações entre a estrutura financeira e o desenvolvimento econômico, usando apenas esses países, tenderão a sugerir que a estrutura financeira é não relacionada ao nível nem à taxa de crescimento econômico. Por fim, pesquisas recentes mostram que em países relativamente pobres: “... enhanced stock market liquidity actually tends to boost corporate debt-equity ratios; stock market liquidity does not induce a substitution out of debt and into equity finance.” (Dermiguc-Kunt and Maksimovic, 1996a). Em contraste, nos países industrializados, os coeficientes de endividamento (debt-equity ratios, por exemplo) caem na medida em que a liquidez dos mercados de ações se desenvolvem, a liquidez destes induz à substituição da forma de endividamento das empresas, para fora do financiamento via bancos. Logo, o nível geral de desenvolvimento financeiro pode mudar a interação entre o funcionamento do mercado de ações e as decisões das firmas de tomar emprestado dos bancos ou de buscar fundos através da subscrição de ações.⁵⁰

Seção VI - A segunda visão alternativa: a Abordagem da Falha de Mercado e o Papel do Estado nos Mercados Financeiros

A chamada “abordagem das Falhas de Mercado” pode ser aplicada em um grande número de situações nas quais o Primeiro Teorema do Bem-Estar não se aplica (mercados

⁵⁰ Todas as referencias de novo aparecem em Levine, R, 1996, pp. 48-54.

competitivos não garantem a Eficiência de Pareto). A rigor, a prova desse teorema emprega um grande número de hipóteses, incluindo duas cruciais: é preciso ter mercados completos e informações exógenas (ou seja, supõe-se que as informações não são afetadas por nenhuma ação que algum participante do mercado possa tomar). Tipicamente, em situações em que existe uma ou várias “falhas de mercado”, o teorema não se sustenta.

Fontes de falhas de mercado são: 1) informações assimétricas; 2) presença de externalidades; 3) poder de mercado (presença de oligopólios ou monopólios); e 4) existência de bens públicos, definidos como bens não rivais (*nonrivalrous* - o consumo do bem por um indivíduo não impede seu consumo por outro) e não excludentes (*nonexcludable* - é impossível ou muito custoso excluir alguém do usufruto do bem).⁵¹ Nessas situações, as forças de mercado sozinhas podem gerar um resultado que não é ótimo no sentido de Pareto; e a intervenção governamental pode ser justificada se, através desta, os benefícios sociais da ação forem maiores que os benefícios privados.

Não é garantido, entretanto, que a intervenção irá na “direção correta”. Situações “restritas de Pareto” (*Constrained Pareto Optimal*) são justamente aquelas em que, apesar do fato de os mercados competitivos não proporcionarem um resultado ótimo, é impossível para o governo melhorar o bem-estar social. Além disso, mesmo em situações não restritas de Pareto (portanto, em que teoricamente é possível que os governos melhorem o bem-estar), não é certo que o resultado da intervenção seja positivo, já que “as falhas de governo podem ser maiores do que as de mercado”. Considera-se que, frequentemente, o governo resolve a falha de forma imperfeita. Ele pode, por exemplo, estar sujeito a pressões de grupos de interesses especiais e pode redirecionar o capital de formas dificilmente relacionáveis a qualquer correção de falha de mercado.

De acordo com Stiglitz (1998), os mercados financeiros, devido à existência de problemas de informação, são especialmente suscetíveis a resultados sub-ótimos como consequência da presença de falhas de mercado: “... financial markets – whose essential role is to obtain and process information – are likely not only to differ from markets for conventional goods and services but to differ in ways that suggest that market failure will be particularly endemic in financial markets” (Stiglitz, 1996, p. 24). Primeiro, a informação é algo crucial nos mercados financeiros, mas a informação não é simetricamente distribuída entre ofertantes e tomadores de empréstimo, de forma que problemas de risco moral e seleção adversa podem surgir. Pior, os custos de transação em certos mercados podem ser tão altos

⁵¹ Em alguns livros-texto bens públicos são considerados um caso particular de externalidades.

que limitem as transações ou levem ao colapso desses mercados.⁵² Finalmente: “contrary to Modigliani-Miller theorem, when information is imperfect, financial structure matters, as does the range of available financial instruments”.

- Há um papel para o governo nos mercados financeiros?

Stiglitz (1993) também sustenta que existe uma racionalidade para a intervenção estatal em mercados financeiros. Antes de tudo, há uma necessidade de regulação. O governo pode evitar insolvências (ou, pelo menos, torná-las raras), proporcionando uma estrutura regulatória (pp. 28-29). O princípio da regulação é baseado na idéia de que o governo tem poderes que o setor privado não possui, tais como a capacidade de coagir e prescrever medidas de retaliação. Uma vez posto em prática o marco regulatório, o governo ainda deve monitorar os bancos para garantir a conformidade às regras. Como o monitoramento pode ser bastante custoso, o governo pode, em geral, contar com controles indiretos, criando formas de incentivo e impondo restrições. O governo também pode definir padrões prudentes de conduta (*prudential standards*).⁵³

As intervenções do governo, no entanto, podem ir além da definição de um marco regulatório e da regulação prudencial. De fato, existem diversas razões para acreditar que, nos mercados financeiros, o governo tem várias vantagens como participante e que suas intervenções possam melhorar o bem-estar. Primeiro, o governo pode contribuir ao impor uma administração mais eficiente dos riscos (*risk-bearing*). Ele pode, por exemplo, impor a contratação de seguros por todos os participantes. De forma semelhante, pode reduzir os

⁵² Ver Akerlof, 1970. A existência de informação assimétrica é suficiente para gerar falhas de mercado, mas Stiglitz vai além em sua argumentação, dizendo que informação é também “in a fundamental sense” um bem público. Portanto, no contexto dos mercados financeiros, o problema da informação pode gerar ineficiência quando é amplamente difundida (porque se torna um bem público e existe o problema do *free-rider*) e quando não é pública (pois gera falha de mercado via informação assimétrica). Além disso, o autor argumenta que, freqüentemente, os gastos com informação não são proporcionais ao montante emprestado (natureza de custo fixo da informação), de forma que situações de monopólio-oligopólio podem surgir, o que *per se* é outra fonte de falha de mercado.

⁵³ “The three major principles of sound prudential regulation are to maintain high net worth and capital requirements, to restrict interest rates on insured deposits, and to restrict ownership and transactions where ‘fiduciary’ standards are more likely to be violated” (p.39). Deve ser observado que, quando o dono de um banco é também o dono de uma firma industrial, pode haver espaço para interesses comuns ou “problemas de incentivo”. Como o custo de detectar tais abusos é muito alto, evitar que firmas industriais tomem crédito junto a seus bancos pode ser uma solução. Por fim, uma instituição financeira com uma quantia substancial de participação acionária em uma outra firma pode ter incentivos para emprestar em condições favoráveis para esta – mas isso deve ser considerado mais como um problema de liquidez do que de insolvência: “Banks provide their owners with a strong incentive for misjudgments that benefit themselves, and regulator need to correct such incentive problems” (p. 35).

efeitos de risco moral, fornecendo informações e cobrando taxas; oferecer subsídios que corrijam as falhas de mercado; impor transferências de riscos entre gerações (*intergenerational transfers of risk*); criar instituições que corrijam a falha, complementando o mercado, ou até mesmo prover diretamente o mercado que falta (*missing market*).

Em geral, quando retornos privados são notadamente menores que os retornos sociais, existe espaço para intervenção governamental. Considerando o objetivo do bem-estar social, o governo pode prover proteção aos consumidores, garantir solvência bancária, melhorar a estabilidade macroeconômica, garantir a competição entre participantes, estimular o crescimento e melhorar a alocação de recursos (por exemplo, fornecendo informações) e também ofertar crédito diretamente. De acordo com Stiglitz (1993), existem sete manifestações de falha de mercado em mercados financeiros que podem justificar a intervenção do governo. Muitas dessas “manifestações” já foram abordadas nas seções anteriores; no entanto, aqui elas aparecem como problemas relacionados a um mau funcionamento do mercado.

1) Monitorando bens públicos

Informações sobre a solvência de instituições financeiras, bem como sobre o gerenciamento destas instituições afetam o risco e o retorno dos investimentos em geral. Soma-se a isso o fato de que se os gerentes sabem que não estão sendo monitorados, tendem a assumir demasiados riscos e podem mesmo tentar desviar fundos para seu próprio uso. Por fim, se os investidores não podem contar com instituições financeiras, menos recursos serão alocados e menor será o crescimento da economia (ou pior, a alocação de recursos para um mesmo nível de renda). Ou seja, o governo, através do monitoramento das instituições financeiras, pode melhorar a alocação de recursos da economia (Stiglitz, 1993, p. 25).

2) Externalidades do monitoramento

Mercados financeiros podem ser afetados por problemas de externalidade. Por exemplo: 1) a observação de que outros emprestadores estão dispostos a fornecer fundos para uma determinada empresa aumenta as chances de tomar recursos em melhores condições dessa mesma firma (externalidade positiva); 2) quando um banco entra em falência, os poupadores podem concluir que eventos similares podem afetar desfavoravelmente outros bancos, criando corridas bancárias que podem ter conseqüências

desastrosas para a economia como um todo (risco sistêmico)⁵⁴; 3) a presença de um grande número de firmas “ruins” torna mais difícil para as boas firmas levantarem capital (*screening costs* e externalidades associadas à seleção adversa). Externalidades também podem se estender entre mercados. De fato, problemas no mercado de crédito podem afetar o de ações e vice-versa (efeito sinalização positiva/negativa). O governo pode intervir de forma positiva monitorando os bancos e, assim, reduzindo a probabilidade de insolvência: “The design of financial institutions and regulations may affect the extent and form of monitoring as well as the extent to which externalities are observed” (idem, p. 26).

3) Externalidades da Insolvência Financeira

A falha de uma única instituição financeira pode ocasionar efeitos significativos na economia de forma que o interesse público na solvência das instituições financeiras pode exceder os interesses privados de seus donos e gerentes. Além disso, mesmo considerando que os ativos podem ser transferidos entre bancos em caso de falência, informações sobre clientes são ativos que não podem ser facilmente transferidos, de forma que o fluxo de crédito para determinados tomadores de empréstimos pode ser rompido pela falência de uma instituição financeira. Finalmente, existem (mais uma vez) efeitos de sinalização. Mesmo que não ocorra uma situação de pânico, saques em uma determinada instituição financeira podem ter efeitos adversos em outras, levando o investidor a questionar a viabilidade do sistema como um todo (ver nota sobre risco sistêmico). Portanto, através da redução da probabilidade de falência, via regulação, ou da ação como Emprestador de Última Instância, o governo pode melhorar o bem-estar social.

Ajudar instituições financeiras insolventes, porém, cria um dilema para o governo. Por um lado, o governo não pode “sit idly by when faced with the impending collapse of a major financial institution.” (p. 27). Por outro, “most insurance gives rise to moral hazard

⁵⁴ Ao utilizarmos o conceito de risco sistêmico, precisamos ser cuidadosos: “We define a systemic event in the narrow sense as an event, where the release of “bad news” about a financial institution, or even its failure, or the crash of a financial market leads in a sequential fashion to considerable adverse effects on one or several other financial institutions or markets, ,e.g, their failure or crash ... A systemic event in the narrow sense is strong, if the institution(s) affected in the second round or later actually fail as a consequence of the initial shock, although they have been fundamentally solvent ex ante, or if the market(s) affected in later rounds also crash and would not have done so without the initial shock. We denote these strong instances of systemic events in the narrow sense as *contagion*. Otherwise, i.e, if the external effect is less than a failure or a crash, we denote a systemic event in the narrow sense as weak. Similarly, systemic events related to systematic shocks are strong (weak), if a significant part of the financial institutions/markets simultaneously affected by them (do not) actually fail/crash” (Bandt, O., e Hartmann, P., 2000, pp. 10-11).

problems ... the effects of some versions of financial market liberalization are similar to an insurance company's deciding to abandon fire codes with similar disastrous consequences” (idem).

4) Mercados Incompletos ou inexistentes

Mesmo em países industrializados, a predominância de racionamento sugere a existência de problemas fundamentais nos mercados de crédito. Alguns mercados-chave de seguros são simplesmente inexistentes e frequentemente contratos que envolvam empréstimos de longo prazo também não estão disponíveis (mesmo em países industriais). Na realidade, em muitos países, a existência do segmento de crédito de longo prazo e de seguros em determinados mercados é resultado direto de ações governamentais (ver Rey e Stiglitz, 1992).

5) Competição imperfeita

Nos mercados financeiros, existe uma grande chance de que problemas de informação levem ao surgimento de competição imperfeita. Os bancos possuem informação especializada sobre a sua base de clientes. Um cliente, visto como um bom tomador de empréstimo por um banco, pode ser considerado de risco para outro, já que os mercados de empréstimos são segmentados e existe uma competição imperfeita entre projetos. Ao proporcionar informação pública (por exemplo, impondo transparência nos dados das instituições financeiras), o governo pode reduzir o poder de mercado de cada instituição financeira.

A questão da competição na indústria bancária é, entretanto, uma “faca de dois gumes”. Por um lado, a falta de competição leva a maiores taxa de juros; por outro, proporciona ganhos de escala, maiores lucros e menores riscos de insolvência. A competição entre bancos nacionais e bancos estrangeiros possui resultados ainda mais dúbios.⁵⁵ Grandes

⁵⁵ Por exemplo, bancos estrangeiros podem preferir emprestar para empresas multinacionais, reduzindo o fluxo de fundos para as locais. Além disso, como os depositários podem ser relativamente pouco sensíveis a preços, para competir com os bancos internacionais, os bancos nacionais têm de oferecer juros sobre depósitos substancialmente maiores. Imperfeições nos mercados de capitais significam que, sem subsídios governamentais, as instituições locais podem não estar habilitadas a enfrentar os bancos internacionais. Mas, considerando que governos de países em desenvolvimento não têm muitos fundos fiscais disponíveis para subsídios, a proteção pode ser desejável (ibidem). Stiglitz argumenta que, devido à existência de processos *learning by doing* no setor financeiro, a proteção pode ser ainda mais importante nessa indústria do que em outras.

bancos internacionais proporcionam maior segurança para os consumidores, mas colocam o pequeno e novo banco nacional em grande desvantagem. Além disso, bancos nacionais são mais sensíveis aos objetivos do governo: “The maximum punishment that the government can normally mete out is to close the bank. For a large international bank, that may be a relatively small punishment for a domestic bank, it is the economic equivalent of death” (ibidem).

6) A ineficiência de Pareto dos mercados competitivos

Mesmo quando há mercados completos e eles são competitivos, retornos privados podem divergir dos retornos sociais. Vários programas governamentais refletem exatamente essa percepção, apesar de, em alguns casos, o argumento ser que o mercado é excessivamente conservador e, em outros casos, assume riscos desnecessários (p. 30). Parte do raciocínio que justifica a intervenção governamental surge porque, algumas vezes, projetos com os maiores retornos esperados para o prestador podem não ser aqueles com os maiores retornos esperados totais – bons projetos podem ser simplesmente excluídos, quando se seguem os critérios de mercado.⁵⁶

7) Investidores desinformados

A falta de investidores informados não é uma falha de mercado *per se*, mas pode justificar a intervenção governamental. Existe uma vasta evidência de que pode haver vieses sistemáticos nos julgamentos de probabilidade sobre a saúde financeira de clientes.⁵⁷ Entretanto, não há consenso na literatura sobre a possibilidade de o governo, ao fornecer informação e orientação, melhorar os julgamentos subjetivos dos indivíduos. Existe, entretanto, um consenso de que, proibindo práticas injustas, o governo ajuda a nivelar as

⁵⁶ Por exemplo, mesmo se não existissem externalidades associadas ao investimento no setor de manufaturas, os retornos sociais do investimento nesse setor poderiam exceder aqueles resultantes, por exemplo, de empreendimentos em especulação imobiliária – embora esses acabem recebendo os recursos pelas garantias que oferecem quando as perspectivas de valorização do imóvel são boas. Desta forma: “The interest rate charged does not reflect the social returns to investment ... there may be systematic deviations between social and private returns that direct government intervention – restricting some classes of loans and encouraging other – may partially address” (idem, p.31).

⁵⁷ “Finanças Comportamentais” (Behavioral finance) exploram exatamente esse tipo de situação. Para uma primeira abordagem sobre o tema ver Barberis, N. e Thaler, R. (2003).

condições de jogo (*to level the playing field*) e promover a confiança do investidor⁵⁸.

- O caso do crédito público direto

Freqüentemente, os bancos simplesmente ignoram a existência de externalidades tecnológicas, mas, mesmo na sua ausência, o fornecimento de crédito direto (ou restrições para certas categorias) pode ser desejável.⁵⁹

Seguindo Stiglitz (1993), há quatro argumentos para realizar programas de crédito direto. O primeiro é que, em oposição aos subsídios, o crédito não requer o uso de receitas fiscais. De fato, o crédito não é uma despesa corrente do governo; portanto, não está submetido a limitações de natureza orçamentária. Como países em desenvolvimento tradicionalmente enfrentaram restrições fiscais e possuem sistemas tributários subdesenvolvidos, o crédito possui vantagens. Embora possa ser contra-argumentado que a concessão de crédito pode engendrar pressões inflacionárias, ao aumentar a demanda agregada, o crédito produtivo aumenta *pari passu* a oferta, ampliando o produto potencial da economia e gerando resultados ambíguos do ponto de vista da estabilidade dos preços. Em geral, aceita-se que o crédito possa ter impactos inflacionários no curto prazo – mas estes podem ser compensados por políticas fiscais ou monetárias. No longo prazo, porém, o efeito não é predeterminado.

O segundo raciocínio em defesa da oferta de crédito direto é que os governos podem, ao fornecê-lo, reduzir o consumo e aumentar o investimento, através da criação de formas de poupança institucional. O governo pode impor (através de taxas, impostos e contribuições) um fluxo de recursos financeiros e, diferente do setor privado, pode emprestar e, em seguida, capturá-los novamente (Stiglitz, 1993, p. 43). Como o autor enfatiza, alguns países do leste asiático, em particular a Coreia, usaram amplamente o crédito público como um instrumento para acelerar o crescimento.

Um terceiro argumento é que o sistema de preço parece ser um mecanismo de controle altamente duvidoso em algumas circunstâncias quando as economias estão em recessão ou no contexto dos países em desenvolvimento, quando a economia está em

⁵⁸ “Still, there is controversy over whether these practices benefit financial markets, whether the regulations attempting to restrict these practices may actually make matters worse, and whether instead principles of ‘caveat emptor’ should apply” (Stiglitz, 1993 p.31).

⁵⁹ É interessante observar que o raciocínio da intervenção aqui é sempre justificado em casos em que “social benefits are higher than private ones”. Certamente, economistas institucionalistas também defendem a intervenção naqueles casos, mas não o dizem nesses termos (talvez porque eles simplesmente não acreditam que seja possível medir, de forma adequada, todos os custos e benefícios sociais envolvidos).

constante mudança: "... controlling the quantity of credit is a surer way of providing for macroeconomic stability than controlling the price (interest rate) and is even more effective than controlling the price through subsidies". Finalmente, setores da economia que têm elevados retornos sociais e ligações positivas com outros setores podem ser estimulados através do crédito direto. Haverá pequenos custos incrementais associados – mas os benefícios sociais podem ser enormes.

As críticas ao crédito direto geralmente passam pelo argumento da perda de eficiência (e injustiça social) da prática de "picking winners". Entretanto, na literatura, é aceito que, na presença de externalidades, o crédito direto pode ser eficaz para promover inovação e, conseqüentemente, o crescimento econômico. Além disso, o crédito à exportação também é visto como uma intervenção menos condenável. Além do argumento usual de explorar vantagens comparativas, as exportações podem aliviar a escassez de divisas e também servir de "teste" para a competitividade (mercados internacionais podem julgar melhor, já que a competição é maior): "Thus export-oriented policies were desirable because they provided a good measure of performance – a better measure than profits – and there were, in addition, technological spillovers. Government intervention was required because of the difference between private and social (risk-adjusted) return to lending for exports" (p. 45).

- Críticas ao SMM

Se a presença de falhas de mercado for admitida como um fato recorrente no sistema financeiro, as conclusões de que a repressão financeira (na forma de taxas de juros reais negativas ou subsídios de crédito direcionado) gera ineficiência econômica pode ser alterada:

"The argument that financial repression leads to inefficient allocation is equally suspect. It is based on the failure to recognize the distinction between credit markets and other markets. The analogy between the allocation of credit and the allocation of other goods is fundamentally inappropriate. **Closer examination suggests that financial repression can actually improve the efficiency with which capital is allocated, or more broadly, the total expected returns per dollar of capita**". (Stiglitz, 1993, p. 40, bold not at the original)

Conforme Stiglitz e Weiss (1981) enfatizaram, taxas de juros mais elevadas afetam adversamente incentivos e o portfólio de clientes. Portanto, ainda que o governo não tenha nenhuma capacidade de escolher entre investidores, baixar os juros pode gerar uma melhora na qualidade dos tomadores. Em segundo lugar, a repressão financeira reduz o custo do

capital, diminuindo as chances de falência das firmas quando estas se vêem incapazes de pagar suas obrigações aos bancos. Por fim, a repressão financeira cria uma situação de escassez de recursos financeiros de forma que o governo possa promover uma disputa pelos mesmos, em que ganham aqueles que possuam melhor desempenho (por exemplo, no caso coreano o governo estabelecia metas de performance como critério para a concessão do crédito) (p. 40 e 41).

Stiglitz argumenta que a evidência empírica contra a repressão financeira, como os inúmeros estudos *cross-sectional* e de séries temporais publicados nos anos 1970 (que confirmam a existência de uma relação positiva entre crescimento e taxas de juros reais) são enganosos. Estudos mais sofisticados mostram que há pouca relação entre poupança nacional e taxas de juros.⁶⁰ Além disso, o argumento contra a repressão financeira está baseado em um número de equívocos cometidos nesses estudos. Erros comuns seriam:

a) **Falha na distinção entre pequenas e grandes repressões financeiras.** Se os países com taxas de juros reais negativas forem excluídos das amostras dos estudos sobre repressão financeira, fica evidente que taxas de juros reais mais elevadas estão associadas a menor crescimento econômico e não o contrário.

b) **Falha em identificar o problema.** A existência de taxas de retorno altamente negativas são sintomáticas de uma maior quantidade de falhas do governo ou um termômetro para a existência de um grande processo inflacionário em curso. É incorreto, portanto, inferir que, na presença de juros muito negativos, o baixo nível de crescimento econômico esteja sendo causado pela repressão financeira. Corrigindo pela inflação, estudos preliminares sugerem que a repressão financeira não tem efeito negativo no crescimento.

c) **Falha em considerar saltos da curva de demanda por crédito.** A menos que a economia seja totalmente aberta, taxas de juros domésticas não são uma boa medida da extensão da repressão financeira de um país.

Mudock e Stiglitz (1993, citado em Stiglitz, 1993) afirmam que, considerando a diferença entre os juros no mercado informal e os praticados pelos bancos (ao invés de considerar diretamente os juros) no caso coreano, não há evidências de um efeito significativo da repressão financeira sobre o crescimento econômico (ou sobre o incremento da relação

⁶⁰ É interessante notar que essa nova evidência pode ser interpretada de duas formas bem distintas. A primeira é admitir, do ponto de vista Keynesiano, que o investimento determina crescimento e que a elevação da renda gera o crescimento de poupança. Nesse caso, a poupança não é considerada uma função das taxas de juros (a curva de poupança “pula” quando o investimento se eleva – como Keynes argumentou em 1937). Mas, também pode ser argumentado (como na abordagem neoclássica convencional) que essa evidência (a existência de baixa correlação entre poupança nacional e taxas de juros) não é surpreendente devido aos famosos efeitos renda e substituição que correm em direções opostas.

capital-produto). Pelo contrário, os coeficientes estimados sugerem que **a repressão financeira tem um leve efeito positivo**. O autor termina seu *paper* enfatizando as experiências asiáticas:

“In most of the rapidly growing economies of East Asia government has taken an active role in creating financial institutions, in regulating them, and in directing credit, both in ways that enhance the stability of the economy and the solvency of the financial institutions and in ways that enhance growth prospects ... The extent to which the success of the rapidly growing economies of East Asia is attributable to extensive government intervention in financial markets, the relative importance of particular interventions, and whether other countries can successfully imitate these interventions remains questions for research and debate” (pp. 50-51).

Seção VII - Conclusões e posicionamento no debate

Parece-nos que a abordagem histórico-institucional é a mais apropriada para analisar experiências comparadas de desenvolvimento do sistema financeiro. Entretanto, essa abordagem deve ser complementada por molduras conceituais que ajudem a entender semelhanças encontradas no curso do desenvolvimento econômico entre diferentes países. Especialmente quando estamos lidando com experiências marcadas pela rápida transformação estrutural, os caminhos são marcados por descontinuidades – e há soluções distintas para problemas em comum. Ao buscar semelhanças estamos, em alguma medida, procurando elementos explicativos fora da história. Ao mesmo tempo, ao buscar diferenças, respeitamos os contextos específicos nas quais as decisões (que alteram o curso da história) são tomadas.

Nessa linha de raciocínio, o conceito de substitutos Gerschenkronianos aqui apresentado nos é particularmente caro, na medida em que permite respostas distintas a problemas semelhantes. A tipologia de Zysman também nos parece útil para julgar, comparativamente, experiências históricas. Através dela, o financiamento do desenvolvimento pode ser melhor compreendido tanto no sentido de dar uma racionalidade para as escolhas históricas feitas (a partir das características específicas dos países), como para compreender suas implicações para o relacionamento entre firmas, bancos e Estado.

Não nos parece, porém, que essa abordagem (histórico-institucional) seja incompatível com os princípios keynesianos e schumpeterianos apresentados ao longo desse artigo – pelo

contrário. A solução mais freqüente para países que experimentam crescimento acelerado é que o esquema de financiamento se baseie no crédito bancário, através do qual os bancos adiantam um capital que ainda não existe e estimulam o progresso técnico.

Mas, se o setor bancário privado não se mostra disposto a fornecer o financiamento nos prazos e condições adequados, cabe ao Estado intervir, criando instituições que o forneçam ou reduzindo os riscos privados através da provisão de seguros e janelas de redesconto, em condições favorecidas. Sem um mercado de capitais bem desenvolvido (ou de um esquema de crédito privado), a questão do financiamento do crescimento rápido se torna um desafio que se impõe. Assim ocorreu para muitas nações, entre elas o Brasil e a Coréia. A idéia a ser ressaltada, enfatizamos, é de que existem desafios comuns:

“A fast developing economy will tend to develop a credit-based financial system for three reasons. First, growth depends on additional credit, whatever the existing type of financial structure. Second, if growth is high ... (probably) long-term funds will not be available to fund all existing outstanding debt. Third, if development creates constant excess demand for financing short-term operations (working capital, for instance), financial institutions (especially banks) may have no competitive stimuli to finance long term or to promote funding ... In many [Last Development Countries] LDCs the process of growth and structural change is faster than one can expect the financial structure to develop, especially as regards the capacity to fund ongoing investments. This means that, unless other arrangement exists to overcome the gap between financial and economic development, growth will be constantly constrained by the lack of sources for financing or surges of financial instability”. (Stuart, 1995, p. 76)

Assim, defendemos aqui que, para analisar o desenvolvimento de sistemas financeiros, a análise histórico-institucional seja colocada em uma moldura teórica. Particularmente, a teoria keynesiana nos parece interessante porque:

- I) Divide o problema do financiamento em dois estágios: *finance* e *funding*, incorporando as duas dimensões do processo do investimento: busca de fontes de liquidez e de fontes de fundos;
- II) Dispensa a existência de fundos ociosos como pré-requisito para que o investimento ocorra. De fato, a ênfase na existência de fundos ociosos (poupança prévia) nos parece “desfocada” não apenas porque mistura problemas de natureza distintas (fluxo e de estoque), mas porque ignora o papel fundamental dos bancos no processo de crescimento econômico. Mais grave, ignora que o crescimento da renda e da poupança só irão ocorrer se houver a decisão pelo investimento.

- III) Chama atenção para a importância de instituições e convenções como elementos fundamentais para mitigar a incerteza e propiciar a tomada de decisões cruciais, aquelas consideradas fundamentais para o crescimento econômico.

Como deve ter se tornado a esta altura claro, ao adotarmos a postura keynesiana e schumpeteriana, refutamos teorias que partem da hipótese de mercados eficientes e as conclusões dela decorrentes como, por exemplo, o teorema Modigliani-Miller e as inferências do SMM. Defendemos, ao contrário, que o conceito de funcionalidade é muito mais adequado do que o de eficiência para julgar experiências de desenvolvimento financeiro. Como veremos nos artigos subsequentes dessa tese, embora Brasil e Coréia tenham sido marcados pela repressão financeira (prática de juros negativos e crédito direcionado), esta não constituiu fator de impedimento para o rápido crescimento.

Vimos aqui, igualmente, que no que se refere ao papel desempenhado pelo Estado no financiamento do desenvolvimento, a teoria convencional mais moderna costuma aceitar a intervenção governamental como benéfica quando esta atua no sentido de corrigir uma eventual falha de mercado. Admite-se que, estando o mercado de crédito particularmente sujeito a ineficiências (decorrentes de problemas de assimetria de informação ou de poder de monopólio), o governo pode contribuir através da criação de instituições, da criação de um aparato regulatório ou, até mesmo, provendo diretamente empréstimos para segmentos do mercado inexistentes. Ressalta-se, porém, que algumas políticas de governo, incluindo a cobrança de impostos, políticas que evitem falências (tais como atuação como Emprestador de Última Instância) ou práticas mais efetivas de regulação, podem não ter os efeitos desejados, criando distorções que, ao contrário, reduzem a eficiência econômica (Stiglitz, 1996, p. 32).

Embora falhas de mercado sejam uma realidade no mercado de crédito, a visão acima exposta não incorpora a noção de que em economias em desenvolvimento a problemática do financiamento é muito mais dramática. A inexistência do mercado de longo prazo não é meramente uma falha de mercado; um segmento inexistente (*missing market*) – mas, sim, um problema estrutural que, se não solucionado, inviabiliza o crescimento. Particularmente, quando o crescimento da estrutura produtiva se dá a taxas aceleradas e o desenvolvimento do mercado financeiro ocorre lentamente, urge encontrar uma solução sob o risco de abortar o crescimento e/ou provocar uma explosão inflacionária. Não se trata de um problema de elevado risco, mas sim de incerteza forte.

Não negamos aqui a existência de falhas de mercado procedentes, por exemplo, de assimetria de informação. Mas, ao discutir a passagem de economias de base agrícola para

economias de base industrial, como nas experiências aqui estudadas, os conceitos de mercados inexistentes e de incerteza forte (portanto, de inexistência de informação ao invés de assimetria) nos parecem mais adequadas. Os papéis dos governos brasileiro e coreano devem ser discutidos nos termos propostos pelas “visões alternativas” aqui expostas, a primeira em particular.

As análises institucionais são, porém, freqüentemente criticadas pela ausência de evidência estatística. Para resolver esse problema, buscaremos complementar a análise histórico-descritiva com análise empírica na medida do possível, uma vez que as limitações de dados são muitas. No capítulo III dessa tese, análises em painel são acompanhadas de alguns estudos em séries temporais a fim de discutir problemas colocados ao longo do presente artigo. Alguns dos coeficientes clássicos para julgar o funcionamento dos mercados financeiros (também aqui expostos) são aplicados ao caso coreano, discutido no segundo artigo desta tese, a seguir apresentado.

CAPÍTULO II

FINANCIAMENTO DO DESENVOLVIMENTO – O CASO COREANO NO PERÍODO 1950-80

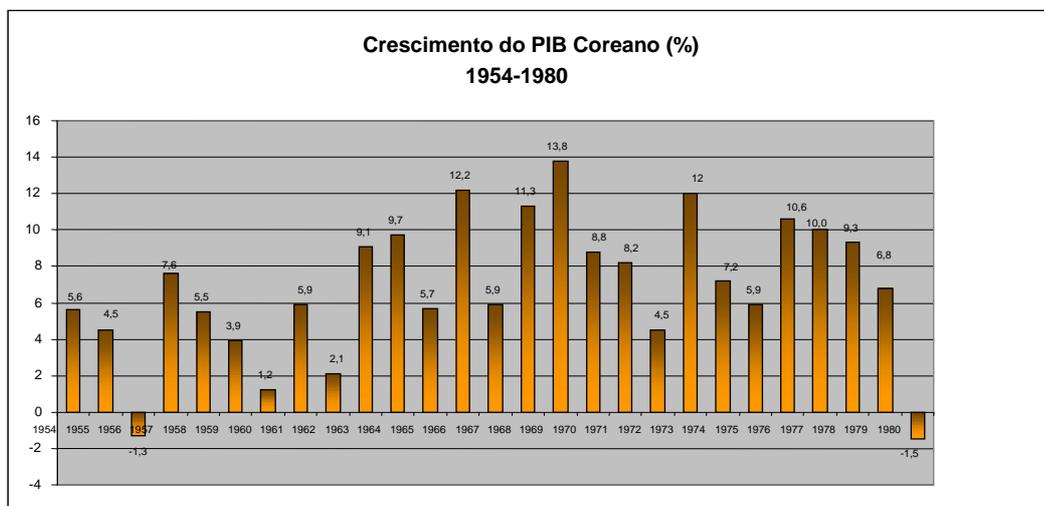
CAPÍTULO II - FINANCIAMENTO DO DESENVOLVIMENTO – O CASO COREANO NO PERÍODO 1950-80

Introdução

Em 1953, após ser praticamente devastada por uma Guerra Civil que durou quase três anos, a Coréia apresentava renda per capital de apenas US\$ 67. Em 1980, menos de 30 anos depois, a renda per capita do país atingiria US\$ 1.645 (a preços correntes, segundo Eco National Accounts).

Os números falam por si só: se considerarmos o período 1954-80, a Coréia esteve entre as economias de maior crescimento do mundo, atingindo 6,8% de crescimento anual médio – tendo o pico do movimento ocorrido em 1969, ano em que o PIB apresentou variação de 13,8 % (Ver Gráfico I abaixo). Mais do que um exemplo de rápido crescimento, a Coréia é um dos raros casos em que o crescimento do produto ocorreu em paralelo a um **bem documentado** desenvolvimento do sistema financeiro. De fato, existem sólidas estatísticas financeiras disponíveis no país desde 1910. Essas duas características tornam a Coréia um fascinante estudo de caso para aqueles que se debruçam sobre o problema do financiamento do desenvolvimento.

Gráfico I



Fonte: Bank of Korea

Paradoxal, mas freqüente em análises econômicas, a evolução dos dados financeiros coreanos tem servido para provar ambas as teses: a eficácia da intervenção estatal no financiamento do desenvolvimento e a teoria oposta de que a liberalização financeira teria sido a fórmula encontrada para alcançar o desenvolvimento econômico.

Por exemplo, aqueles que defendem o papel do Estado no desenvolvimento dos mercados financeiros usam a experiência do país no período 1950-80, argumentando que nesse o rápido crescimento econômico coincide com um período de total controle estatal nas finanças; que a abertura financeira só ocorreu a partir dos anos 1980 (para alguns autores, inclusive, começa apenas em meados desta década); e que a própria crise financeira de 1997 ocorreu, em grande medida, como consequência de uma orientação excessivamente liberalizante nos anos 1990.⁶¹

Em contraposição, aqueles que defendem a importância da liberalização financeira para o desenvolvimento econômico argumentam em favor da curta experiência de liberalização verificada no país entre 1965-1971; e usam como prova da eficácia das políticas liberalizantes o fato de o país apresentar rápido crescimento na segunda metade dos anos 1980, em contraste com o ocorrido em experiências latino americanas. Nessa mesma linha de raciocínio, adicionam o fato de que a Coreia se recuperou rapidamente após a crise de 1997 como evidência da solidez proporcionada pela orientação de liberalização financeira – adotada após 1980 e intensificada nos anos 1990.

Na realidade, polêmicas em torno de qual deveria ser (e qual efetivamente era) a orientação financeira coreana são questões antigas nessa economia. A ambigüidade dos julgamentos das experiências financeiras no país data de 1950, quando Arthur Bloomfield propôs um forte Banco Central autônomo e a transferência dos bancos comerciais para a propriedade privada, desejando promover a competição e eficiência na firma bancária. O plano que começou a ser implementado em 1950 teve de ser interrompido pela Guerra Coreana e foi efetivamente posto em funcionamento apenas após 1957 – ainda assim por um curto período de tempo (1957-60).

O resultado dessas reformas foi, entretanto, controverso: obteve-se a estabilização dos preços e o sistema financeiro cresceu moderadamente, como pretendido. Entretanto, a economia parou de crescer – o que gerou um sério debate no governo sobre a eficácia das políticas liberalizantes no país. Após a Revolução de 1961 (a ser discutida), os bancos

⁶¹ Foge ao escopo dessa tese discutir essa afirmativa, uma vez que nosso período se encerra em 1980.

voltaram a ser de propriedade do Estado e assim remanesceram até o fim dos anos 1970, apesar de adoção de algumas reformas liberalizantes ao longo do período.

No nosso parecer, a experiência coreana pode ser considerada quase como um laboratório de experiências financeiras (onde diversas teorias foram sendo testadas ao longo do tempo). É interessante notar, por exemplo, que John Gurley e Edward Shaw (os pais das teorias de repressão financeira) trabalharam nas reformas de 1965 como consultores – e eles não foram os únicos célebres economistas a participarem da reestruturação do país após os anos 1950.⁶²

O período que compreende 1965-1971 é o mais controverso no que se refere às teorias financeiras e envolve precisamente a discussão acerca da teoria da repressão financeira. Tendo praticado juros negativos por diversos anos, o governo coreano decidiu, em 1965, aumentar os juros de forma abrupta – permanecendo estes em níveis muito elevados até 1972, quando uma nova reforma reverteu a anterior e os juros foram drasticamente cortados (recomeçando a ‘repressão’). Não é, portanto, surpreendente que exista uma grande disputa a cerca dessa experiência e sobre as conseqüências dessa reforma na poupança e no crescimento da economia – como nós discutiremos de forma exaustiva.

A Coréia é também um interessante e bem-sucedido estudo de caso para analisar o efeito do uso de fontes externas de financiamento em LDCs (Last-Developing Countries). Trata-se de um exemplo onde a dinâmica da poupança externa parece ter sido muito mais benéfica no longo prazo do que o observado em diversas economias latino-americanas. Para analisar os efeitos da poupança externa na economia, porém, não devemos esquecer o peculiar contexto de Guerra Fria em que país estava embebido. A Coréia (diferentemente de países latino americanos) foi particularmente beneficiada por grandes somas de Ajuda Externa, logo após a divisão do país em 1948, e continuou a receber recursos externos sob a forma de Ajuda por muito tempo.⁶³

Outra característica que chama atenção na experiência do país é a peculiar relação existente entre o mercado financeiro formal e o informal. Como em muitos países em desenvolvimento, também na Coréia os mercados informais jogaram um importante papel no

⁶² Os autores eram, junto com Hugh Patrick, os responsáveis pelo relatório “The financial Structure of Korea” publicado pela United States Operations Mission to Korea, em julho de 1965. Diversos outros importantes economistas, tais como: Richard A. Musgrave, como consultor da reforma fiscal; Peggy Musgrave, como conselheiro para assuntos de comércio internacional; Irma Adelman, para ajudar na concepção dos modelos de planejamento econômico; Edward Hollader e Edgar McVoy, para planejamento de mão-de-obra (*manpower planning*); e Allan Strout também para modelos de planejamento, participaram do processo de (re)construção da Coréia na segunda metade do século XX. (Woo, 1991, p.102)

⁶³ Um fato que contribui para a manutenção da ajuda externa ao longo do tempo foi o envolvimento da Coréia na Guerra do Vietnam, ajudando as forças americanas, como veremos.

financiamento do crescimento, com altos custos sociais e econômicos, tais como o viés curto-prazista do mercado, por exemplo. Entretanto, diferentemente do estereótipo de serem altamente imperfeitos e não competitivos, explorando as camadas mais pobres da sociedade e praticando juros extorsivos tendo pouca e limitada interação com os mercados organizados, na Coréia os mercados informais tiveram um papel marcadamente diferente:

“(The unorganized of informal market) has been characterized as relatively competitive, efficient, and quick to respond to changing circumstances; also as serving large as well as small borrowers, capable of amassing large quantities of money on short notice, and closely tied into the modern parts of the financial system ... While they may, in one sense, have counteracted the influence on monetary policy by facilitating offsetting changes in the velocity of money, they nevertheless seem to have helped the economy absorb rather abrupt changes in policy without precipitating financial crises.”
(Cole and Park, 1983, p. 8)

De fato, uma curiosa característica coreana (em parte derivados da sua natureza pública) é que as atividades bancárias se especializaram em empréstimos de longo prazo – ao invés de explorar o segmento de curto-prazo, como é comum aos bancos comerciais. Como consequência, as empresas em geral – e não apenas as pequenas e médias – recorriam ao mercado informal como fonte de capital de giro, como a referência acima mostra.

Apesar dessa funcionalidade dos mercados informais, o governo coreano promoveu algumas reformas no sentido de combater esses mercados em duas ocasiões no período aqui estudado: primeiramente, em 1961 e, novamente, em 1972. O principal intuito era melhorar e eficácia da política monetária e aumentar as receitas públicas (já que os mercados informais não pagam tributos). Estas reformas desestabilizaram os mercados não regulados por um período de tempo, mas falharam em fazê-lo de forma permanente. Ao mesmo tempo, outras importantes reformas financeiras foram promovidas para desenvolver o Mercado de Capitais – como comentaremos.

Basicamente, o objetivo deste artigo é discutir o desenvolvimento do sistema financeiro coreano durante o período 1950-70. A Coréia tem sido usada como um exemplo para discutir muitas teorias financeiras. Para fazê-lo, dividimos esse capítulo em três grandes partes. A primeira descreve o que ocorre nos anos 1950. Entretanto, por razões de contexto histórico, começamos nosso período de análise em 1948, data em que a Primeira República Coreana foi estabelecida. A segunda parte discute os anos 1960, mas novamente, por razões históricas, nossa década não é precisamente dividida – começando em 1961 e terminando em

1971. Por fim, a última parte apresenta a discussão do período 1972-1980, levando em consideração os famosos Terceiro e Quarto planos Quinquenais do país. Todas as partes seguem a mesma estrutura metodológica: contextualização histórica, descrição e análise das reformas financeiras.

Mas, antes de apresentarmos as referidas partes, começamos por fazer algumas considerações do contexto histórico em que se encontrava o país no início dos anos 1950. O motivo pelo qual buscamos contornos históricos aqui não se deve a uma preocupação descritiva de fatos e datas, mas sim porque acreditamos que, sem uma perspectiva desenvolvimentista, o leitor não familiarizado com a economia do país se veria sem condições de bem entender o contexto em que surge o forte Estado coreano. A experiência de rápido crescimento experimentada no período 1950-80 não deve ser abstraída das décadas iniciais do século passado sem incorrer no risco de distorcer a compreensão total do período aqui analisado. Para nós (também): “... history is not just an important background, but a tissue connected to the living present, without which the present makes no sense whatsoever”.⁶⁴

Antecedentes

*“A bad seed can produce a good harvest”
– ditado popular*

A história recente da Coreia é um fascinante e complexo objeto de estudo. O estabelecimento do Protetorado Japonês em 1905, seguido de completa anexação em 1910, eliminou e criou oportunidades que marcaram profundamente o país. Os japoneses foram os responsáveis pela criação de uma moderna infra-estrutura nas áreas de transportes, comércio e serviços financeiros. Entretanto, apesar das mudanças ocorridas na economia durante os 35 anos de domínio colonial Japonês, a Coreia emerge da Segunda Guerra Mundial com uma cultura bastante homogênea. Parece que o colonialismo japonês: “was far more successful in smashing old social foundations than in establishing new ones” (Amsden, 1989, p.32).⁶⁵

A questão da influência nipônica sobre a Coreia é, na realidade, assunto bastante polêmico. Por um lado, há certo consenso de que a atitude japonesa sempre foi

⁶⁴ Woo Jung, 1991, p. 16.

⁶⁵ “Having centuries ago closed its borders to other ethnic groups and its ports to outsiders, and discouraged commercial activity, Korea emerged into the twenty century a remarkably homogeneous society ... A second important characteristic was the fluidity of the class structure that did exist ... Unlike its neighbors, Japan and China, Korea did not respond very rapidly to the Western technological or intellectual influence that were by the end of the nineteenth century deeply affecting reformist elements in the two larger countries.” Cole, D and Lyman, P. (1971), pp. 14-15.

discriminatória, afastando coreanos dos governos e excluindo-os de sua participação no processo de planejamento e gerenciamento da economia. Por outro lado, o Japão foi responsável pela modernização do país: pelo desmantelamento de arcaicas instituições da dinastia coreana tradicional; pela promoção da abolição de escravos; pela codificação do código civil; e pela implantação de uma ampla reforma agrária.⁶⁶ Em grande medida, pode-se dizer que o colonizador foi o responsável pelo desenvolvimento da economia coreana, introduzindo práticas modernas na agricultura (tal como o uso de fertilizantes), bem como desenvolvendo a indústria de base após os anos 1930 – embora se deva reconhecer que os coreanos não participavam diretamente desse processo. Os Japoneses foram também responsáveis pela promoção de mudanças na estrutura legal do país e tiveram grande influência sobre jovens burocratas que mais tarde assumiriam importantes papéis na história coreana.

Provavelmente, a mais importante contribuição da industrialização colonial tenha sido seu legado em termos de capital humano, que sobreviveu à Segunda Guerra sem ser praticamente abalado. Em 1944 existiam nada menos do que 7.000 gerentes e 2.000 técnicos profissionais de origem coreana, somas expressivas considerando o grau de desenvolvimento do país à época (Alam, M, 1989, p. 44). Considerada uma virtude no Confucionismo, a educação recebeu grande ênfase na filosofia de Estado Coreana. Durante o período 1945 – 1960, o número de estudantes em universidades subiu de aproximadamente 8.000 para mais de 100.000. O analfabetismo caiu de 78% em 1945 para 28% em 1960 (Suh, S., 1992, p. 10).

Em grande medida, foi o Japão o responsável por introduzir o capitalismo na sociedade Coreana, mas isso se deu num processo histórico muito peculiar. Em primeiro lugar, não houve grande resistência em transformar a estrutura agrária do país em uma sociedade industrial. Em segundo, a criação dos grandes conglomerados industriais que até hoje caracterizam o país – os Chaebôls – foram, em grande medida, uma criação do Estado:

“As such, the historical mission of the Korean state is not so much the ‘reproduction’ of social relations as the state theorists argue, but the ‘production’ of such: abortion of organized labor power through repression, and nurturing big business by supplying financial resources.” (Woo, J. 1991, p.14)

⁶⁶ “Moreover, although Korean specialists are divided on this point, the same individuals who were last landlords under the old system most likely became landlords under the new one; now, however, the landlords worked in conjunction with former bureaucrats, Confucioan scholars, and the Japanese. Japanese landlords – both corporate and individual – may have possessed as much as 50% of Korea total available land. Nevertheless, in key respects, the new agrarian structure was quite distinct”. (Amsdem, A, 1989, p.53).

Na realidade, o termo Chaebôls (que entrou em circulação na economia Coreana em 1932) significa a tradução literal do correspondente em firmas japonesas: os Zaibatsus. Estes são estruturas industriais (existentes no Japão pré-II Guerra) que se caracterizavam por formar conglomerados industriais de gerenciamento familiar (tais como a família *Iwasakis*, da *Mitsubishi*). Atuando com diversos produtos e em distintas industriais, os Zaibtsus eram organizados sob a forma de *holdings*, onde a “Honsha” tinha a participação majoritária. Outra importante característica refere-se à presença de um banco no centro da estrutura do conglomerado, para financiar os negócios. Mas, apesar de atuarem em diversos setores, cada família se especializava em um determinado setor industrial, de forma que, na essência, não existia grande competição entre os grupos.⁶⁷

Os Chaêbols que caracterizam (em certa medida até hoje) a estrutura industrial coreana seguiram um modelo institucional semelhante mas, ao invés de possuírem no centro do grupo um banco, uma *trading* é colocada em seu lugar. Durante o período colonial (na realidade depois de 1930), os Zaibatsus passaram a atuar na economia coreana como multinacionais. Num relativo curto espaço de tempo, o domínio dos Zaibatsus na economia coreana se tornou proeminente. De fato, em 1941, 70% dos investimentos totais do Japão na Coréia eram feitos por seis grupos Zaibatsu (Amsdem, A, 1989, p.33).⁶⁸

No início da ocupação japonesa (1910-30), entretanto, diferentemente de outros colonizadores em busca de oportunidades de investimento onde pudessem ser aplicados os excessos de capital, o Japão possuía pouco capital a ser exportado. Ao contrário, o interesse Japonês poderia ser considerado, em grande medida, mercantilista: maximizar a extração de recursos e criar mercados para os produtos japoneses. Durante esse período, a política japonesa abortou as preensões coreanas de industrialização de duas formas: criando uma reorganização da agricultura através de cadastros dos produtores com o objetivo de transformar o país em um exportador de arroz e, posteriormente a *Corporation Law*, que

⁶⁷ Os quatro maiores grupos das famílias Zaibatsus eram: Mitsubishi, Mitsui, Sumitomo e Yasuda. Os Zaibatsus controlavam 32% da indústria pesada e 50% do total do sistema financeiro no início do Séc. XX, no Japão. Com a perda da Guerra e ocupação Americana (*Scap*) em 1945, uma legislação antitruste passou a operar no país, de forma que os *Zaibatsus* foram extintos, através da dissolução das parcerias. Mais tarde, as mesmas firmas ressurgiram (a exceção do grupo Yasuda) sob a forma de *Keiretsus*. Neste tipo de organização, entretanto, existe um divórcio entre controle e gerenciamento e a competição intergrupos é maior (principalmente no setor químico e de mecânica pesada). Os *Kereitsus* são, até hoje, grandes conglomerados industriais que possuem um banco, uma companhia de seguros e uma *trading* em seus grupos.

⁶⁸ Além das similaridades nos arranjos institucionais das empresas, apenas alguns poucos empresários coreanos conseguiram acumular capital, colaborando com japoneses. Dentre os 50 maiores Chaêbols existentes hoje, somente três têm a origem de suas riquezas atrelada ao passado colonial: Samyang, o grupo de Tusan, Samsung, e talvez o Lucky-Goldstar (Woo, J, 1991, P. 66).

fortaleceu o controle do governo através da salvaguarda de dissolver, se necessário, novos e já estabelecidos empreendimentos coreanos.

Entre 1910 e 1920, a indústria coreana foi fortemente discriminada pelo Japão em favor da agricultura. Entretanto, após 1919 a atitude do colonizador mudou. A Primeira Guerra Mundial trouxe ao Japão uma prosperidade sem precedentes, transformando o país de uma economia com excesso de trabalho em uma economia com abundância de capital. Estes anos de “excedente” levaram ao início da industrialização das colônias japonesas e de outras áreas de influência. É neste período que barreiras à exportação são significativamente relaxadas e, finalmente, a *Corporation Law* é revogada de forma que as companhias japonesas passam a poder investir livremente na Coréia.

A notável autonomia do Estado colonial foi reforçada pelo mecanismo existente de financiamento das colônias, isto é, pela presença de uma variedade de bancos coloniais altamente eficazes e de empresas estatais. Na primeira década colonial, o capital estrangeiro foi, na sua maior parte, adquirido pela emissão de títulos da dívida externa. O banco industrial (Shokusan Ginko) do Japão foi comprado pelo *Deposit Trust Fund*, que estendeu empréstimos aos bancos coloniais e às empresas. Bancos comerciais e de desenvolvimento moveram-se rápida e seqüencialmente, no intuito de administrar as mudanças que ocorriam na economia. A expansão dos empréstimos bancários durante o período japonês pode ser apreciada na Tabela I abaixo.

Tabela I
Empréstimos e Depósitos das Instituições Financeiras durante a Ocupação Japonesa
(millhões de yens)

| | <i>Bank of Chosen</i> | | <i>Korean Agriculture-Industry Bank</i> | | <i>Commercial Banks</i> | | <i>Korean Federation of Financial Associations</i> | | <i>Financial Associations</i> | | <i>Korea Saving Bank</i> | |
|------|-----------------------|-----------------|---|-----------------|-------------------------|-----------------|--|-----------------|-------------------------------|-----------------|--------------------------|-----------------|
| | <i>Depositos</i> | <i>Emprest.</i> | <i>Depositos</i> | <i>Emprest.</i> | <i>Depositos</i> | <i>Emprest.</i> | <i>Depositos</i> | <i>Emprest.</i> | <i>Depositos</i> | <i>Emprest.</i> | <i>Depositos</i> | <i>Emprest.</i> |
| 1910 | 5.5 | 20.3 | 3.2 | 6.3 | 9.7 | 11.3 | | | | | | 0.8 |
| 1915 | 15.8 | 30.2 | 6.5 | 11.5 | 13.4 | 18.9 | | | | | | 1.1 |
| 1920 | 46.9 | 77.2 | 38.0 | 86.0 | 54.4 | 67.5 | 1.5 | 18.8 | 10.1 | 31.4 | | |
| 1925 | 21.4 | 57.4 | 59.2 | 197.1 | 90.6 | 97.5 | 20.7 | 30.6 | 47.3 | 66.4 | | |
| 1930 | 30.2 | 48.3 | 52.6 | 298.5 | 109.4 | 104.4 | 35.9 | 63.6 | 80.1 | 123.4 | 24.5 | 6.4 |
| 1935 | 73.6 | 105.4 | 127.8 | 412.3 | 159.3 | 157.6 | 80.6 | 86.1 | 153.4 | 179.3 | 43.7 | 19.5 |
| 1940 | 231.6 | 531.6 | 333.6 | 948.3 | 446.8 | 391.6 | 210.4 | 129.8 | 432.1 | 364.1 | 127.9 | 45.6 |

Fonte.: Cole and Park, 1963. P.47.

Com o fim do antigo sistema monetário realizado pela Reforma “Megata”, o *Dai Ichi Bank*, passou a ser o responsável por imprimir e fazer circular a moeda no país, substituindo as funções outrora divididas e relegadas por um conjunto de bancos especializados e por

bancos comerciais.⁶⁹ Após essa reforma, o sistema financeiro resultante possuía elevado grau de segmentação e rara sofisticação, considerando o grau de desenvolvimento do país à época.⁷⁰ Apesar da segmentação aparentemente eficiente nos mercados, os empréstimos indústrias nunca excederam 8% do total dos empréstimos totais no período 1910-30, como pode ser visto na Tabela II.

Tabela II
Composição dos Empréstimos (% do Total)

| Posição em final de ano | Agricultura | Indústria | Comércio | Outros |
|-------------------------|-------------|-----------|----------|--------|
| 1910 | 3 | 8 | 79 | 10 |
| 1920 | 13 | 6 | 72 | .9 |
| 1930 | 43 | 4 | 38 | 15 |
| 1937 | 22 | 20 | 40 | 18 |

Fonte: Woo, J, 1991, p.27

É interessante notar que dois bancos coreanos (*Chosen e Oriental Development Company*) ampliaram seu escopo de atuação para além das fronteiras nacionais, abrindo negócios na Manchúria, Leste da Rússia e China. O Banco *Chosen* chegou mesmo a adotar papel de Banco Central na Manchúria, uma vez que fez circular suas notas, sem limites. O uso da moeda coreana na Manchúria se tornou disseminado, fato, aliás, que afetou a condução da própria política monetária na Coreia. A *Oriental Development Company* foi ainda mais além. Fundada em 1908, em 1923 apenas 35% dos seus investimentos totais encontravam-se na Coreia, enquanto 47% dos negócios situavam-se na Manchúria. Foi, a rigor, somente a partir

⁶⁹ A reforma de *Megata* mudou o estado das artes na condução das finanças na Coreia, primeiramente separando as finanças da corte e do governo, posteriormente criando um órgão para fiscalizar e fazer cumprir o orçamento, assim como uma agência para controlar o recolhimento dos impostos. Mais adiante, foram criados os “Bancos Especiais”, ou seja, bancos públicos de propósitos específicos e um Banco Central embrionário. O mais controverso ponto da reforma de *Megata* foi, na realidade, a reforma monetária. Nela, ativos financeiros foram transferidos de coreanos para japoneses, levando a economia coreana a uma depressão. Olhando por um outro prisma, a reforma monetária foi crucial para aquisição das propriedades coreanas feita pelos japoneses.

⁷⁰ Coube à *Oriental Development Company* reorganizar e adquirir terras, bem como promover o assentamento dos agricultores. Já ao Banco Central (*Bank of Chosen*), coube a responsabilidade de prover fundos para a oferta de empréstimos de médio e longo prazo para o Banco da Agricultura e Indústria (*Agricultural and Industrial Bank*) - mais tarde ambos seriam fundidos no *Industrial bank of Chosen*. Aos bancos comerciais coube a tarefa de coletar depósitos bancários (assim como foram autorizados para essa tarefa os chamados “Bancos Especiais”). Pequenas e médias empresas deveriam recorrer para crédito produtivo às cooperativas financeiras e corporações de crédito (*Mutual Credit Corporations*).

dos anos 1930 que a Companhia começou a concentrar sua atuação na região de origem, Coreia.

Assim, durante algum tempo, existiu um vácuo (embora temporário) no centro do sistema bancário coreano. O Banco de Chosen havia abandonado a função crucial de supervisionar e controlar o sistema bancário coreano, enquanto o Industrial Bank of Chosen (IBC, também conhecido como Shokusan Ginko) eventualmente supria essa lacuna (Woo, *ibidem*).

Criado em 1918, através da fusão de bancos agrícolas e industriais, o IBC tinha por missão financiar projetos industriais e de serviços públicos de longo prazo a baixos juros. Diferentemente do Banco de Chosen, o IBC foi uma instituição bastante atuante no financiamento industrial, especialmente nas duas últimas décadas da ocupação japonesa, tornando-se uma instituição crucial no desenvolvimento da Coreia pós-colonial.

Não apenas a Coreia estava firmemente articulada no Império nipônico, como mudou sua orientação econômica em função das transformações pelas quais passava o Japão. De fato, deixará de ser uma mera produtora de bens agrícolas e alguns têxteis para voltar sua indústria para a produção local de bens relacionados à indústria da guerra. Nos anos 1930, o Japão envereda sobre o caminho da indústria pesada em preparação para a guerra e o crescimento real da produção industrial coreana atinge em média 10% anualmente. Foram os primeiros anos do crescimento “a dois dígitos”. O Estado colonial oferecia às grandes firmas a estabilidade política e os investimentos em infra-estrutura necessários para a industrialização.

Em 1940, a produção industrial praticamente se equiparou à produção rural. Em menos de 10 anos, a proporção da indústria pesada saltou de 20,7%, em 1930 para 46,1% do PIB, em 1939. Em 1943, a indústria pesada já representava quase 50% do total da produção industrial, evidenciando um padrão de industrialização colonial baseado na estreita colaboração entre o Estado e os Zaibatsus – e na construção de economias de escala.⁷¹

Cabe aqui ressaltar que, por trás desses números de crescimento industrial, encontrava-se uma experiência colonial tão dolorosa que muitos coreanos gostariam de poder

⁷¹ Foi o setor químico aquele que experimentou o crescimento mais expressivo: entre 1930 e 1943, a produção química multiplicou-se por 10. A indústria têxtil apresentou também crescimento recorde. O número de máquinas de tecelagem na Coreia era de 15.000 em 1934, passando para 213.000 em 1939. Em contraste, a produção de alimentos teve sua participação drasticamente reduzida: de 64% da produção industrial em 1929 para 24% em 1938. A indústria do aço foi menos bem sucedida do que a química, apesar do Plano Quinquenal japonês para aumentar a produção do setor na Coreia. A produção de combustíveis foi outro fiasco da industrialização, absorvendo materiais e mão-de-obra excessivos. No caso da produção de magnésio, entretanto, a Coreia chegou a prover 50% do total da produção do Império entre 1944-45 e a produção de carvão cresceu 131% no país no período 1937-40. A Coreia era também a fonte mais importante de energia hidroelétrica para o Império. Dados de Woo, J., 1991, pp. 36-38.

apagá-la de sua memória. A extensão da repressão do Estado (com vários massacres de cidadãos coreanos) é bem documentada historicamente, assim como a obrigação da recusa da identidade coreana nacional, a da língua, além de outras terríveis práticas. Muitos autores consideram, inclusive, que foram as pressões sociais criadas nesse processo que estão por trás da eclosão da Guerra Civil Coreana.

Será neste caldeirão de pressões sociais herdadas do período colonial após a Segunda Guerra Mundial que no espaço de apenas uma geração a Coreia ira experimentar uma série de convulsões sociais, militares e econômicas, algumas bastante relacionadas ao caldo de cultura que imperava no período de dominação japonesa. A divisão do país, em 1948, foi, sem sombra de dúvidas, o maior deles.

A divisão do território significaria a perda para a Coreia do Sul da indústria pesada, da maioria dos depósitos de carvão e quase toda a capacidade de geração de energia. Durante os primeiros anos após a Guerra Civil, a Coreia do Sul teve de lidar com a drástica redução de sua capacidade de produção industrial (agravada ainda pela repatriação de técnicos e gerentes), com pressões inflacionárias e com a difícil questão econômica e social de como dividir e dispor dos bens e propriedades japonesas. Assim, quando a economia coreana ressuscita, em 1950, ela apresenta algumas peculiaridades e muitas “marcas herdadas das distorções do período colonial”:

“There was overcapacity in textiles and light manufactures and undercapacity in basic industry. There were a large number of small-size firms but a hiatus in the large-size category. The skeletons of Japanese-owned corporations in basic industry, which the Korean government inherited, were plentiful but ill managed and technically problematic to operate. The contradictory quality of modernization under Japanese colonialism was especially vivid in agriculture, which being both the object of Japanese aggression and the heart of Korean economy and society, become a battleground. The Japanese colonial government’s objective was to raise land-tax revenues. Toward this end, it had created a ponderous bureaucracy and carried out a land reform after 1910” Amsden, A, 1989, p.34)

Após 1945, com o Japão fora de cena, a Coreia teve de pedir ajuda aos americanos – fato que dividiu política e socialmente (ainda mais) o país. O desmonte da estrutura deixada pelos japoneses havia deixado um vácuo na organização política do país – espaço este que não foi devidamente ocupado pelas forças militares que chegavam ao país, sem nenhum conhecimento específico sobre o país (Cole and Lyman, 1971). No imediato Pós-Segunda Guerra, a Coreia era uma sociedade marcada pelo antagonismo, onde camponeses opunham-

se aos donos da terra e aqueles que resistiram à colonização japonesa opunham-se àqueles que tinham com ela colaborado: “So the power and ideological struggles of the Cold War were visited upon a nation that was itself divided”. (Cole and Lyman, idem)

A solução encontrada pelas forças americanas de ocupação foi a de se aliar à facção política mais conservadora do país, o Partido Democrata (Korea Democratic Party – KDP). Mas, uma vez percebida a baixa capacidade de influência do KDP em uma sociedade onde os traços japoneses eram ainda muito marcantes, os americanos procuram outras alianças com a polícia civil e com servidores civis que haviam trabalhado durante os anos de Império:

“The three years from the surrender of Japan in August 1945 to the establishment of an independent republic in August 1948 were marked in South Korea by internal political struggle and by constant friction between the American Military Government (AMG) in the South and the Soviet occupation forces in the North ... Inflation, food shortages, the collapse of industrial production, scarcity of trained manpower, disposition of Japanese property, and a flood of refugees and repatriates were the main objects of initial concern.” (Kuznets, Paul, 1977, pp. 28-29)

Parte I - A Primeira República Coreana (1948-1960)

“[In 1948] ... the man who was able to rise successfully in the milieu was Syngman Rhee: unique, solitary, charismatic conservative but with impeccable nationalist credentials going back to the late nineteenth century. Rhee fought the Americans on many issues in the period but he sided with them on two of crucial importance: the granting of separate independence to the South in 1948 when negotiations with the USSR on reunification were breaking down, and support of a strong anti-Communist position both internally and vis-à-vis the North”. (Cole and Dyman, 1971, p. 19)

O Presidente eleito da chamada “Primeira República” foi Syngman Rhee (1948-60): “a man with impeccable nationalist credentials going back to the late nineteenth century”, como na passagem acima ressaltada, “an oriental bargainer, a master of evasion”, de acordo com John Foster Dulles⁷².

⁷² John Foster Dulles, NSC Meeting, August 8, 1957, NSC Series, Box 9, AW File, Eisenhower Library citado em Woo, J (1991), p. 44.

O viés conservador do governo (e da burocracia) do grupo que chegava ao poder não evitou que uma importante e popular reforma agrária fosse realizada⁷³. Assim, se a sociedade que emergiria da II Guerra já era razoavelmente igualitária (já que Guerras possuem o mérito de serem democráticas, destruindo a riqueza de todos), a reforma agrária implementada após o 1945 e a posterior Guerra Civil vivida no país lançaram as bases para um modelo de desenvolvimento com igualdade de renda – igualdade esta que politicamente era muito conveniente para evitar o avanço do comunismo no país.

Do ponto de vista do crescimento econômico, a bem dizer, a Primeira República Coreana (1948-60) é um período marcado por várias fases. Entre 15 de Agosto de 1948 e 25 de Junho de 1950, a República da Coreia desfrutou de um curto período de desenvolvimento como um novo país independente. O Presidente Syngman Rhee, com a ajuda da Lei de Segurança Nacional e das forças americanas de ocupação, buscaram eliminar a ameaça comunista e promover a reunificação do país. Foi um período caracterizado pela hostilidade ao comunismo e pela extração máxima de benefícios da ajuda americana, com um mínimo de concessões às exigências americanas (Kuznets, 1977). Entretanto, a nova república experimentaria menos de dois anos de paz antes do estouro da Guerra Civil em 25 de Junho de 1950, conflito que só terminou três anos depois, com o armistício de 1953.

Os custos econômicos e sociais da Guerra Coreana não podem ser mensurados adequadamente, sem praticamente nenhuma evidência empírica disponível/confiável. Estima-se que as perdas civis superam um milhão de sul-coreanos, entre mortos, executados, feridos, seqüestrados e desaparecidos.⁷⁴ As perdas físicas (incluindo destruição de prédios, equipamentos etc.) são estimadas em valor superior a 400 bilhões de *Hwan*, moeda da época, a preços de Julho de 1953 – uma soma que praticamente atingia o valor corrente do PNB naquele ano. A Guerra terminou oficialmente em 27 de Julho de 1953, mas “the end brought armistice, not peace” (idem, p. 41).⁷⁵

Os primeiros anos após a Guerra foram de substancial recuperação econômica: o crescimento médio anual do PIB atingiu 5,5 % por ano durante o período 1954-1958. A produção industrial liderou o processo, crescendo 14% ao ano, apesar das limitações de energia e transporte. A renda per capita cresceu do equivalente a US\$80 em 1954 para cerca

⁷³ Para um estudo sobre os efeitos da reforma agrária ver Suh, S, 1992.

⁷⁴ As perdas totalizaram 420 mil nas Forças Unidas (Kuznets, 1977, p. 37).

⁷⁵ Conscientes da ameaça que poderia representar ao governo o bem treinado exército coreano após 1953, o Presidente Rhee desenvolveu uma política de mexer na estrutura hierárquica do exército (“moving high-ranking commanders downfall”, Kuznets, 1977, p.39). A estratégia deu ao governo de Rhee tempo de manobra. De fato, a oposição popular ao governo só se manifestaria pela primeira vez nas eleições de 1956.

de US\$90 ao final do período de reconstrução em 1958 (Cole and Lyman, 1991, p. 26). De fato, considerando o período 1953-1958, a taxa anual média de crescimento do volume da produção de ambas as indústrias, pesada e leve, foi maior na Coreia do que em todos os outros 36 países para os quais existem dados da ONU.⁷⁶

A Ajuda Externa em larga escala forneceu os recursos necessários para as importações requeridas pelo investimento e pelo consumo durante o período 1954-1958. Após 1953, a dependência em relação aos EUA, que havia sido um arranjo confortável para ambos os lados antes da Guerra Civil Coreana, tornou-se um arranjo semi-permanente. O orçamento do governo coreano se tornou dependente dessa Ajuda não apenas para a defesa, mas também para outros gastos. Em particular, os recursos foram usados para **financiar empréstimos de longo prazo para a indústria como um todo**. É enfatizado na literatura acerca dos anos 1950 que os subsídios dados pelo governo Coreano durante os anos 1950 não eram setor-específico, e que a canalização dos mesmos para a indústria marca o início de uma relação simbiótica entre o Estado e os progenitores dos conglomerados industriais: os *Chaebòls*.

Durante o período 1954-1958, o crescimento em todos os setores foi considerável, para não dizer elevado, exceto pelo ano de 1956, ano em que agricultura e o setor de pesca tiveram um mau desempenho (ver Tabela III mais adiante). O crescimento foi puxado pelos setores de mineração e manufaturas, mas também por investimentos em infra-estrutura ligada a serviços públicos.

A rigor, já em 1957 as Autoridades Americanas resolveram modificar sua forma de apoio de Ajuda Externa para empréstimos produtivos, após a criação do Fundo de Empréstimos para o Desenvolvimento (Development Loan Fund - DLF). Do ponto de vista americano, o momento era oportuno, já que os EUA enfrentavam, ao final dos anos 1950, uma deterioração em seu Balanço de Pagamentos e um crescente déficit público. Neste contexto, o Presidente do Conselho dos Cidadãos recomendou no âmbito do *Mutual Security Act* uma maior ênfase na iniciativa privada, uma separação das contas entre Ajuda Militar e Ajuda Econômica e, mais importante, a substituição da Ajuda, doação (*Grants*) por Empréstimos para o Desenvolvimento (*Development Loans*).

Enquanto isso, na Coreia, o objetivo de melhorar as condições fiscais tomou a forma de um programa de estabilização (1957-60). O plano teve sucesso em conter a inflação (que caminhava para uma hiperinflação), embora se possa dizer que grande parte do sucesso deva ser atribuído ao bom desempenho da safra agrícola em 1957 e em 1958. Entretanto, ao Plano

⁷⁶ Fonte: Average Percent Annual Rate of Change in the Volume of Production, Heavy and Light Manufacturing, 1953-1958. United Nations, 1960 cited in Amsden, 1989, p. 41.

seguiu-se um longo período de estagnação. O investimento privado nunca emergiu como algo significativo, o desemprego aumentou, mas o mesmo não aconteceu com o crescimento econômico.

Do ponto de vista do crescimento, o período seguinte, que compreende os anos de 1959-1962, extrapola os limites históricos da Primeira República encerrada em 1960. Esses anos possuem em comum o fato de serem marcados pela estagnação econômica e pela instabilidade política, quando o crescimento do produto se torna praticamente nulo, em termos per capita. De fato, restrições sobre a demanda agregada resultam em capacidade ociosa em muitas indústrias e, a bem dizer, uma nova fase de crescimento se iniciaria somente a partir de 1963 – mas isso já é objeto de estudo da Parte II deste artigo.

A Tabela III explicita as diferentes fases de crescimento da economia coreana, através da divisão periódica aqui comentada.

Tabela III
Taxas Anuais de Crescimento do PIB por Indústria*

| Year | Agricultura, Pesca e Extrativismo Vegetal | Mineração e Manufatura | Infra-Estrutura ^a | Serviços | (%) |
|------|---|------------------------|------------------------------|----------|------|
| 1954 | 7.7 | 16.4 | 21.1 | 0.0 | 6.0 |
| 1955 | 2.3 | 22.0 | 8.0 | 6.7 | 6.1 |
| 1956 | (5.3) | 17.0 | 10.7 | 3.7 | 1.2 |
| 1957 | 8.6 | 12.5 | 14.3 | 7.0 | 8.8 |
| 1958 | 6.8 | 7.7 | 8.0 | 2.9 | 5.5 |
| 1959 | (1.1) | 9.3 | 16.1 | 7.4 | 4.4 |
| 1960 | 0.1 | 9.2 | 5.0 | 1.7 | 2.3 |
| 1961 | 10.1 | 3.2 | 5.0 | (2.2) | 4.2 |
| 1962 | (6.0) | 15.7 | 5.0 | 8.3 | 3.5 |
| 1963 | 7.2 | 16.5 | 13.8 | 6.7 | 9.1 |
| 1964 | 16.2 | 5.4 | 15.1 | 0.3 | 8.3 |
| 1965 | (0.9) | 21.1 | 12.1 | 7.3 | 7.4 |
| 1966 | 11.0 | 15.2 | 21.9 | 13.2 | 13.4 |
| 1967 | (6.0) | 22.5 | 17.8 | 14.8 | 8.9 |
| 1968 | 1.2 | 25.9 | 30.2 | 11.7 | 13.3 |

* Percentual a preços constantes de 1965. Números em parênteses representam taxas negativas.

Fonte: Bank of Korea, *Economic Statistics Yearbook, 1969*

a Inclui construção, transportes, armazenagem, comunicação, eletricidade, água e serviços sanitários.

b Outros serviços incluem comércio de varejo e atacado (wholesale and retail trade), serviços bancários, seguros e setor imobiliário (Real State), propriedade de residência (ownership of dwellings), administração pública e defesa etc.

Em suma, se consideramos estritamente o período histórico que corresponde à Primeira República Coreana (1948-1960), devemos separar quatro fases distintas: a) 1948-1950, de elevado crescimento; b) 1950-53, período de Guerra Civil; c) 1954-58 novamente de elevado crescimento; e d) os dois últimos anos da década (1959 e 1960), quando a economia reduziu suas taxas de crescimento marcado por grande insatisfação política, embora o Presidente Sygmna Rhee tenha permanecido no governo até abril de 1960, ano em que estourou a revolução estudantil que deu fim à Primeira República⁷⁷. É verdade que condições climáticas adversas prejudicaram a produção agrícola no ano de 1960, levando a uma queda do produto, mas foi a redução da Ajuda Externa o fator determinante: “aid reduction being the Sword of Democles simply hanging over the health of the economy, but Rhee’s political system as well.” (Woo, J, 1991, p.62).

As Reformas Financeiras implementadas nos anos 1950⁷⁸

Ao final da Segunda Guerra, a propriedade de todas as empresas japonesas, incluindo os bancos, passaram para o comando militar americano e foram posteriormente transferidos para o Governo Coreano, em 1948.

Assim, a segmentação das atividades bancárias que caracterizava o sistema financeiro coreano colonial praticamente desapareceu. O crédito de longo prazo foi reduzido e passou a ser concedido – em pequenos níveis – apenas através de Bancos Públicos, que tomavam recursos do Banco Central. Inicialmente, os bancos foram obrigados a fazer empréstimos para as empresas estatais, das quais tinham dificuldades de obter o pagamento. Ao mesmo tempo, o valor dos depósitos a prazo corroía-se pela inflação e o mercado de capitais (títulos e ações) era praticamente inexistente.

Nesse contexto, Bloomfield e Jensen (1951), em colaboração com membros do Ministério das Finanças e do Banco de Chosen, trabalharam em torno de uma reforma financeira cujas bases eram: 1) transformar o Banco de Chosen em um Banco Central autônomo (isto é, o Banco de Chosen perderia a função de atuar em atividades comerciais e se tornaria o responsável pela condução e gerenciamento da política monetária e pela supervisão

⁷⁷ A rigor, a crescente oposição ao Presidente Rhee manifestou-se pela primeira vez já nas eleições de 1956, como ressaltado. Naquela ocasião, o Presidente recebeu apenas 55% dos votos populares (contra 72% em 1952). Além disso, o partido opositor (Democratic Party) conseguiu eleger o vice-presidente – fato que gerou surpresa ao Partido Liberal (criado por Rhee em 1951). (Cole and Lyman, 1971, p.28).

⁷⁸ Esta seção de descrição das reformas financeiras é fortemente baseada em Cole and Park, 1983, já que estudos sobre o desenvolvimento coreano durante a década de 1950 sejam raros. Como mencionamos, há poucos estudos sobre o período – particularmente, no que se refere ao desenvolvimento financeiro.

bancária); 2) criar um Comitê de Política Monetária; 3) aumentar o controle dos bancos comerciais com a intenção de transferi-los (o mais rápido possível) ao setor privado; 4) estabelecer medidas de combate à inflação.

Como pode ser visto na passagem abaixo, os autores defendiam a privatização dos bancos com fervor, condenando enfaticamente as práticas do governo:

“The fact that the Government holds the controlling interest in the majority of Korean Banks has had at least two major disadvantages. Firstly, it has subjected these institutions to objectionable political pressures and arbitrary and shortsighted interferences of a sort that have not been conducive to sound and healthy banking policies. Secondly, with Government control, bankers have had far less incentive, and have been subject to far less inducement, to pursue such policies than if the controlling shares were in the hands of private stockholders with a personal financial interest in the banks concerned. It is our firm opinion that one of the major requirements of banking reform in South Korea must be to get most of the banks as rapidly as possible out of Government hands into the hands of private owner”. (Bloomfield and Jensen, 1951, p.73)

O início da Guerra Coreana, porém, adiou muitas das reformas propostas. O banco de Chosen foi transformado no Banco Central Coreano (Bank of Korea - BOK) em Junho de 1950, mas as mudanças restantes (consideradas em conjunto no chamado “The General Banking Act”) não foram implementadas até 1954. Durante os anos 1950, o BOK continuou a exercer atividades de Banco Central (Ver Anexo A - Balanço Consolidado do BOK).

Durante a Guerra Civil, como esperado, o BOK não foi capaz de deter a inflação, que se acelerou – e houve um conseqüente movimento de fuga da moeda para ativos que mantivessem seu poder de compra (evidentemente, esse processo, ao elevar a velocidade de circulação da moeda, acelerava ainda mais a inflação). O potencial de uma hiper existiu, mas não se materializou, como já comentado (ver Tabela IV para dados trimestrais).

Tabela IV
Oferta de moeda e índice de preços no varejo 1950 - 1953

| <i>Fim de trimestre</i> | <i>Oferta de moeda</i> | | <i>Índice de preços no varejo</i> | |
|-------------------------|------------------------|-------------------|-----------------------------------|-------------------|
| | <i>Índice</i> | <i>Variação %</i> | <i>Índice</i> | <i>Variação %</i> |
| 1950 | 1 | 15,2 | 10,6 | |
| | 2 | 15,9 | 4,7 | 9,9 |
| | 3 | 19,4 | 22,0 | 20,5 |
| | 4 | 37,0 | 91,0 | 29,7 |
| 1951 | 1 | 54,0 | 46,0 | 32,2 |
| | 2 | 68,0 | 26,0 | 64,2 |
| | 3 | 81,2 | 19,0 | 97,0 |
| | 4 | 100,0 | 23,0 | 100,0 |
| 1952 | 1 | 115,0 | 15,0 | 151,0 |
| | 2 | 133,0 | 16,0 | 185,0 |
| | 3 | 154,0 | 16,0 | 239,0 |
| | 4 | 199,0 | 29,0 | 204,0 |
| 1953 | 1 | 212,0 | 7,0 | 250,0 |
| | 2 | 268,0 | 27,0 | 236,0 |
| | 3 | 366,0 | 37,0 | 268,0 |
| | 4 | 445,0 | 23,0 | 292,0 |

Fonte: Cole and Park, 1963. P.221

O papel dos bancos comerciais se tornou mínimo durante a Guerra Civil (menos de 10% do PIB) e o mercado informal suplementou recursos ao público de forma que o sistema financeiro continuou a funcionar, embora em níveis muito baixo. Em agosto de 1954, as reformas recomendadas por Boomfield e Jensen passaram a ser implementadas, dando ao Comitê de Política Monetária maior autonomia para regular a atividade dos bancos comerciais. Ao mesmo tempo, o governo, que já havia se apropriado da participação japonesa nos bancos comerciais domésticos (obtidos através da intervenção americana), iniciou um processo de privatização bancária. À exceção do Cho-Heung Bank (que já era de propriedade coreana no período colonial), os outros três bancos comerciais de propriedade do governo foram transferidos para a iniciativa privada.

Na realidade, o processo de privatização bancária foi feito lentamente – o que sugere uma resistência por parte do governo em aceitar as recomendações americanas. De fato, os três bancos comerciais não se tornaram privados antes de 1957, quando um pequeno número de acionistas finalmente os adquiriu, depois de diversas tentativas fracassadas de leilão. Interessante, o exato oposto do que previam Boomfield e Jensen ocorreu: a participação dos

bancos comerciais no total dos empréstimos após a privatização caiu de 45% em 1955 para 29% em 1960:

“It is perhaps unnecessary to record that all the benefits claimed for private ownership did not, in fact, materialize, but there were some improvements. It appears that the monetary authorities found it easier to restrict the expansion of commercial bank credit when those banks were privately owned rather than government-owned” (Cole and Park, 1983, p.54).

É (também) curioso notar que, ao mesmo tempo em que o processo de privatização ia (lentamente) avançando, o Estado aumentava seu papel no sistema financeiro através da criação de novos bancos públicos. Em particular, logo após o final da Guerra Civil, em 1954 foi criado o Banco de Desenvolvimento Coreano (*Korea Development Bank – KDB*), inicialmente chamado de Banco de Reconstrução Coreana, *Korea Reconstruction Bank*.⁷⁹

O objetivo primário do KDB era garantir crédito de médio e longo prazo para a indústria. Seu ativo, passivo e patrimônio foram adquiridos do Banco Industrial (que possuía ênfase no financiamento de curto prazo durante o período entre guerras e depois durante a guerra civil), os quais provinham, por sua vez, do Banco Agrícola-Industrial existente durante o período de colonização japonesa (quando atuava tanto no curto como no longo prazo). O KDB foi originalmente concebido como um banco exclusivamente voltado para o longo prazo, sob a autoridade direta do Ministro das Finanças – ou seja, independente do controle do Banco Central. Entretanto, independente das intenções originais, o KDB se tornou, na prática, bastante dependente dos recursos do BOK. Ao final de 1955, o KDB já representava 40% do crédito bancário total, mas somente um terço de seus empréstimos provinham de fundos, enquanto o restante dos recursos provinha do Banco Central Coreano.

Apesar de suas similaridades com um banco de investimento, o KDB recebia não apenas depósitos a prazo do público (como é comum aos bancos privados de investimento), mas também depósitos à vista. Todavia, apenas aqueles que houvessem contratado empréstimos ou outros serviços financeiros podiam ter depósitos à vista junto ao banco. Além disso – e diferentemente de bancos comerciais – o KDB não podia depender dos depósitos de seu balanço como fonte de recursos (*funding*). Desta forma, seus fundos deviam ser compostos, basicamente, por empréstimos do governo, de instituições financeiras multilaterais e de bancos estrangeiros.

⁷⁹ O nome do *Korean Reconstruction Bank* foi mudado para *Korean Development Bank* em 1º de Setembro de 1969.

Outra importante instituição pública criada nesse período foi o *Korea Agriculture Bank* (KAB). Antes da criação do KAB, a Federação das Associações Financeiras (*Federation of Financial Associations*) costumava prover aos agricultores serviços bancários e de marketing de forma que a situação não se modificou em muito após a criação da nova instituição.

O novo Banco da Agricultura (que mais tarde mudaria seu nome para *National Agricultural Cooperatives Federation* – NACF – como veremos) foi criado para canalizar fundos para a agricultura e pesca, ampliando o escopo de seus clientes, mas deixando as atividades, de apoio de marketing de lado. Como diversos outros bancos públicos existentes à época, o Banco da Agricultura era considerado um “banco especial” (*Special Bank*) nas Contas Nacionais.

Ambos KRB e *Agriculture Bank* dependiam basicamente de recursos de Ajuda Externa como fonte de recursos. Controlando ambas as fontes de financiamento (domésticas e externas) e manipulando as restrições à importação, bem como os tetos de preços domésticos (política de administração de preços públicos), o governo e os doadores de recursos externos (leia-se EUA) tinham um poderoso conjunto de instrumentos para afetar a rentabilidade das diferentes atividades produtivas e assim canalizar investimentos. A alocação dos recursos do KRB-KDB estava, entretanto, mais concentrada no setor manufatureiro, que representava cerca de 2/3 de todos os empréstimos durante o período 1958-1960 (Cole and Dyman, 1971, p.194).

A Tabela V expressa a relevância de cada grupo na atividade de empréstimos totais. Como pode ser visto, durante o período 1955-60, os bancos comerciais reduziram sua participação na atividade emprestadora. Eles foram substituídos pelos “bancos especiais”, de controle do governo, que representavam apenas 15% do total em 1955 e aumentaram sua participação para 32% em 1960. Os empréstimos do KDB permaneceram em torno de 40% durante todo o período referido.

Tabela V

Participação dos principais bancos no total de empréstimos bancários, 1955 - 1960

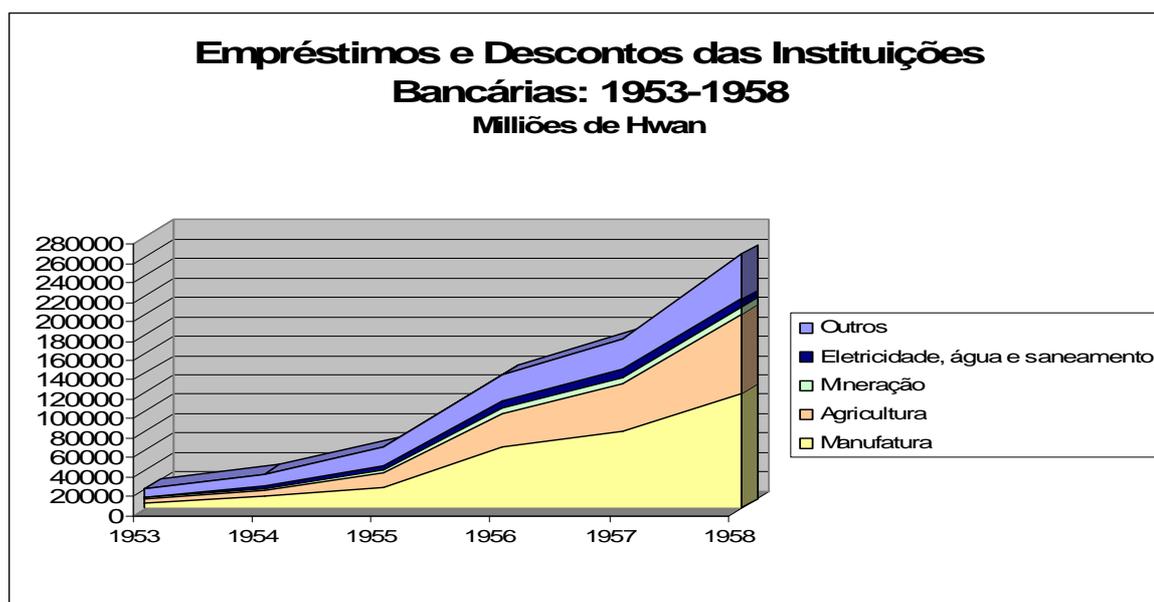
| | Comercial | | Especial | | KDB | | Total | |
|------|-------------|----|-------------|----|-------------|----|-------------|-----|
| | Won bilhões | % |
| 1955 | 3,1 | 45 | 1,0 | 15 | 2,8 | 40 | 6,9 | 100 |
| 1956 | 5,5 | 43 | 1,8 | 14 | 5,4 | 43 | 12,6 | 100 |
| 1957 | 5,9 | 30 | 5,0 | 25 | 9,2 | 45 | 20,1 | 100 |
| 1958 | 7,6 | 29 | 8,3 | 31 | 10,5 | 40 | 26,4 | 100 |
| 1959 | 9,3 | 29 | 9,0 | 28 | 14,1 | 43 | 32,4 | 100 |
| 1960 | 11,5 | 29 | 12,8 | 32 | 15,9 | 39 | 40,2 | 100 |

Fonte: Cole and Park, 1963. P.55

É importante observar que o Mercado de Capitais permaneceu praticamente sem expressão durante o período 1955-60. De fato, em março de 1956, a Bolsa Coreana (*Korea Stock Exchange*) foi criada, com participação de bancos, companhias de seguro e outras instituições financeiras. A Bolsa, entretanto, permaneceu como um mero lócus para troca de títulos do governo. Não havia uma estrutura institucional articulada que facilitasse a emissão e circulação de novas ações ou títulos privados.

Ao mesmo tempo, os empréstimos e os descontos de títulos das instituições bancárias cresciam rapidamente. O setor manufatureiro recebia a maior fatia dos recursos, seguido do setor de Agricultura e Pesca (a rigor, *Agriculture, Forestry and Fishery*). O Gráfico II nos mostra a evolução deles ao longo da Guerra Coreana e também fornece um retrato de cada setor.

Gráfico II

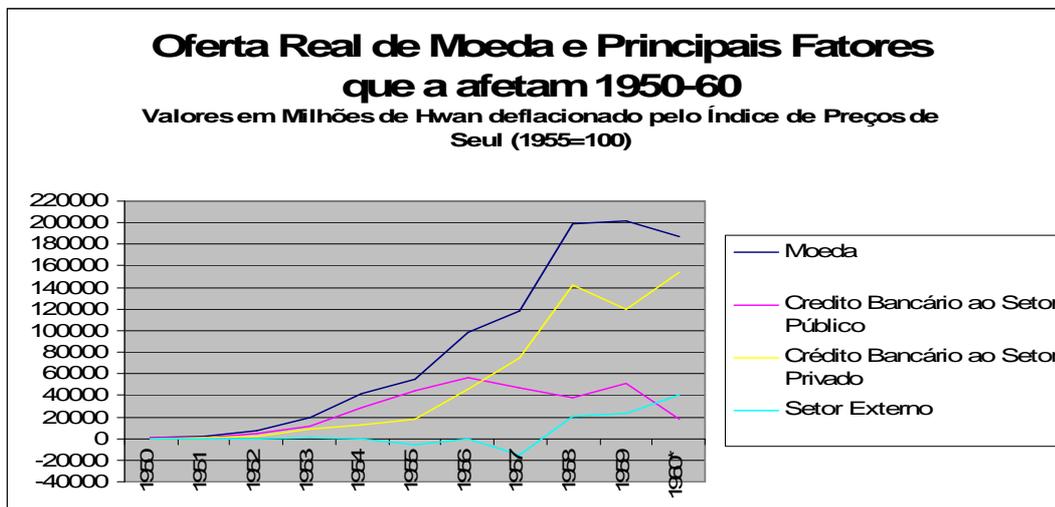


Fonte de dados: *Korea's Continuing Development, 1959*, elaboração própria, valores aproximados.
Nota: Exclui The Bank of Korea.

Considerando os principais fatores afetando a expansão monetária (moeda definida em seu sentido amplo), pode-se observar que não apenas a base monetária estava crescendo, mas também o crédito bancário. Ao mesmo tempo em que o Presidente Rhee parecia ter aceitado a orientação das reformas financeiras recomendada pelos EUA, o crédito bancário ao setor público crescia substancialmente – muito mais rápido, aliás, que as outras variáveis. Em

termos reais, o crédito bancário ao setor privado apresentou taxas negativas de performance nos dois últimos anos da Primeira República.

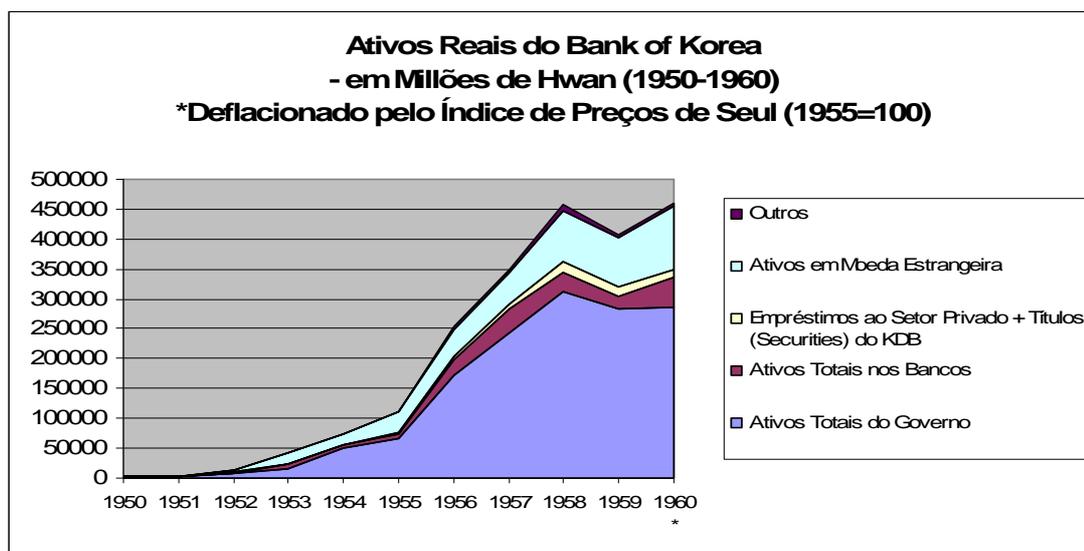
Gráfico III



Fonte: Bank of Korea - Montly Statistical Review, diversos anos, elaboração própria.

Por fim, olhando a evolução dos ativos do Banco Central Coreano (BOK) ao longo do tempo, podemos ver que os ativos do governo representavam (durante toda a década) a maior parte dos recursos – e que esta fatia cresceu consideravelmente a partir de 1955. Os empréstimos do BOK ao setor privado (incluindo KDB) não representavam uma parte significativa do ativo total; aliás, nem eram significativos os empréstimos concedidos a outras Instituições Bancárias (Banking Institutions - BI). Somando os ativos externos (reservas) com empréstimos e outros ativos externos (*overseas assets*), podemos notar um impressionante crescimento dos ativos em moeda estrangeira no BOK, sobretudo a partir de 1957 (ano que marca a conclusão do processo de privatização) – e, portanto, um fator de pressão sobre a base monetária da economia.

Gráfico IV

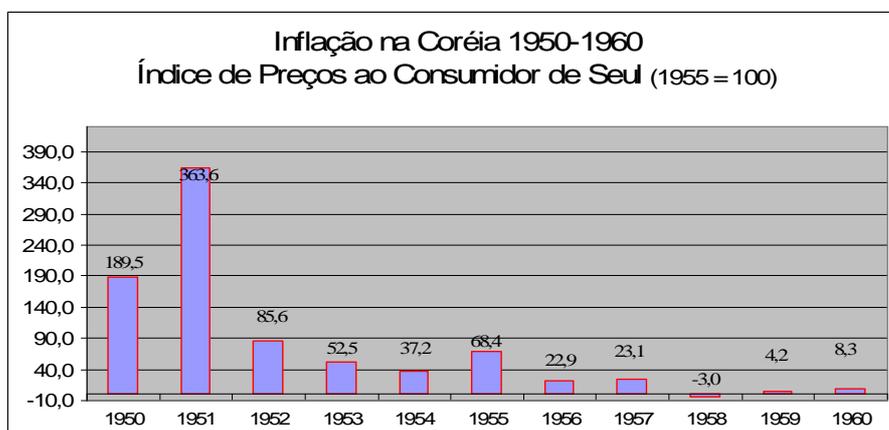


Fonte: Bank of Korea – Montly Statistical Review, vários anos, elaboração própria

Uma vez apresentada caracterização dos dados econômicos e a evolução do sistema financeiro, é interessante notar a respeito da Primeira República que existe um vazio na historiografia entre o desenvolvimento predatório do período japonês (1910-1945) e o início do milagre exportador coreano, após os anos 1960. Pouco é dito sobre os anos 1950; e o que é dito condena o período.

De fato, a Primeira República é um período caracterizado, por vários autores, como uma época marcada pela inflação, elevada corrupção e estagnação econômica. A realidade mostra, porém, como vimos, que o crescimento foi substantivo em grande parte do período e que a inflação, embora tenha permanecido no nível dos dois dígitos até 1957, não se materializou jamais em hiperinflação (ver Gráfico V).

Gráfico V



Sinteticamente, pode-se dizer que, analisando os anos 1950 na Coréia, Krueger (1984) e Lal (1983) só enxergam o que caracterizaram por uma sociedade *rent seeking* (ou seja, uma predisposição em estabelecer ganhos através de meios não competitivos, com acesso privilegiado a licenças e quotas de importação, contratos públicos não competitivos etc. em ambiente altamente inflacionário). Mas, mesmo autores que defendem a importância do Estado como promotor do desenvolvimento na Ásia, especialmente na Coréia, tais como: Amsden, A (1989), Alam, M (1989) e mesmo (em menor grau) Cole and Lyman (1971), também rejeitam as políticas praticadas no período Rhee, caracterizando-o como um período onde um Estado Corporativista falhou em promover o desenvolvimento.

Entretanto, os dados mostram não apenas o desenvolvimento industrial, mas a criação de algumas importantes instituições, sobretudo quando se restringe ao caso de instituições financeiras. É nosso parecer que ainda durante os anos 1950 foram lançadas as bases institucionais para o financiamento do desenvolvimento que caracteriza o país no período 1950-80.

Parte II - 1961-71

“ ... Now, guiding principles have been ascertained under which the whole people should hopefully devote themselves to the task of transforming the present poverty into prosperity. It goes without saying that the unity of the people, redoubled preparedness, and renewed determination to overcome the existing difficulties are indispensable to the successful implementation of the Plan.” (Song, Yo, Chairman on Economic Planning Board, em 30 de março, 1962, descrito em Republic of Korea, 1962).

A década de 1960 foi, para a economia coreana, um período de rápido desenvolvimento e expansão. Foi nela que o país “decolou” (*Korea takes-off*), no sentido Rostoviano (Rostov, W, 1961), inundando o Mercado mundial com produtos têxteis e iniciando um processo de desenvolvimento “por etapas” ou “vôo dos gansos” (*flying geese pattern*) que Akamatsu (1962) descreveu nos anos 1930.

De fato, a Coréia possuía ou podia adquirir três dos quatro pré-requisitos para o “take-off” rostoviano (Woo, 1991, p.74): a) o requisito tecnológico (com sua mão-de-obra qualificada, e uma capacidade pouco usual para absorver tecnologias, quando comparada a outros países em desenvolvimento); b) um emergente setor manufatureiro (liderado nos anos 1960 pela indústria têxtil); c) a existência de uma forte liderança política (personalizada na

figura do General Park Hee). O quarto pré-requisito estava, porém, por ser construído: recursos financeiros. Para obtê-los, diversas reformas tiveram de ser implementadas, como pretendemos aqui discutir.⁸⁰ Antes, porém, devemos dar “um passo atrás” e rever, de forma resumida, o tumultuado contexto político do início dos anos 1960 ao qual se seguiu um período de grande estabilidade.

O Curso dos Eventos

Em 1960, quando veio a eleição, o Presidente Rhee, apoiado pelo Partido Liberal e percebendo sua crescente impopularidade, usou de práticas ilegais para mudar o resultado das urnas. Em resposta, começaram a eclodir em todo o país demonstrações de insatisfação por parte de jovens e universitários. Inicialmente, a polícia reprimiu as manifestações, mas após a descoberta do corpo de um estudante jogado ao mar, seguiu-se uma escalada das manifestações públicas – e as forças armadas recusaram-se a apoiar o governo. Era o início da Revolução de abril, cujo desenrolar foi, entretanto, pacífico.⁸¹ De fato, já em 15 de julho uma recém-eleita Assembléia elegeu, em sessão conjunta, Yun Po-sun o Presidente da Segunda República Coreana, que colocou imediatamente o Dr. Chang Myon como Primeiro Ministro.

O background político da Segunda República era, a bem dizer, muito semelhante com o do regime anterior. O Partido Democrático substituiu o Partido Liberal – mas em curto espaço de tempo se tornaria óbvio que nenhum dos dois seria suficientemente forte para se manter no poder. Uma aliança entre reformistas moderados e radicais, incluindo socialistas, professores, estudantes, intelectuais e sindicalistas foi feita, de forma que Chang foi removido do poder em 16 de maio de 1961, sendo substituído por uma junta liderada pelo General Park Hee.

Em seu primeiro dia no poder, o Comitê Militar Revolucionário (posteriormente conhecido pelo nome de “Conselho Supremo para a Reconstrução Nacional”) anunciou um

⁸⁰ Deve ser aqui lembrado que o próprio Rostov estava na arena política durante os anos 1960. Em 1961, Rostov, W foi Assistente Especial do Presidente dos Estados Unidos (Deputy Special Assistant) para assuntos de Segurança Nacional (National Security Affairs); depois se elegeu Vereador; e então se tornou Presidente do Conselho de Planejamento (Chairman, of the Policy Planning Council at the State Department) entre 1961 e 1966; novamente Assistente Especial do Presidente (Special Assistant to the President), entre 1966 e 1969, e por fim, representante americano na Aliança para o Progresso (U.S representative for the Alliance for Progress), durante o período 1964-1966.

⁸¹ Demonstrações condenando as práticas eleitorais começaram a surgir já em Fevereiro de 1960. Em 15 de março, dia das eleições, os estudantes demonstraram-se contra as eleições e a polícia atirou contra os manifestantes. Em 19 de abril de 1960, uma rebelião estudantil estourou quando o corpo de um aluno de Segundo grau foi encontrado no rio Masan. As maiores demonstrações ocorreram em Seoul. Fonte: <http://www.koreaaward.com/>, visited on 06/03/2006.

programa em seis frentes: 1) combate ao comunismo; 2) respeito à Carta das Nações Unidas; 3) estreitamento dos laços com os Estados Unidos e “outras nações livres”; 4) combate à corrupção; 5) estabelecimento de uma economia auto-sustentável; e 6) aumento dos esforços para a reunificação do país tão logo a “missão revolucionária” estivesse completa. Ao mesmo tempo, o novo governo pediu ajuda à população para o Primeiro Plano Quinquenal do país, como mostra a epígrafe ao início desta Parte.

De início, os militares consideraram que a sua “missão” limitava-se a restabelecer a ordem. Mas, assim que a junta sob o comando de Park Chung Hee tomou o poder, todos aqueles que apoiaram o regime anterior (considerado corrupto ou desqualificado) foram removidos de suas antigas funções. Em seguida, em junho de 1961, The Korean Central Intelligence Agency (KCIA) foi criada com intuito de prevenir um contra-golpe e “oprimir todos os inimigos potenciais”. A Assembléia Nacional foi dissolvida e os oficiais militares substituíram civis em cargos da alta burocracia. Uma nova Constituição foi aprovada e um *referendum* nacional foi promulgado para Dezembro de 1963, marcando início da Terceira República Coreana, tendo o General Park Hee a sua frente.

A aceitação do General Park Hee pelos americanos, entretanto, não foi imediata: “At first, they (Americans) thought Park Chung Hee was a communist, then a miscreant, then a nationalist, but finally and most happily, a national-builder” (Woo, 1991, p. 79). Após três meses de Golpe de Estado, o General Hee era, todavia, transformado em um homem com: “... ‘a sure sense of power, a fine sense of timing, a common sense, unideological approach’ in short here was the perfect epaulet for a leadership poised before takeoff” (idem).

Com ampla aceitação interna e externa, em outubro de 1964 o General Hee resignou-se das forças armadas e concorreu a eleições presidenciais (apesar de sua promessa original de “retirar-se” da política), sendo democraticamente eleito Presidente da República. Na eleição subsequente para a Assembléia Nacional, em novembro, o partido do Presidente (*Democratic Republican Party*) teve expressiva vitória, criando o suporte político necessário ao novo regime. Park-Hee seria, posteriormente, reeleito Presidente em 1967; e novamente em 1971, permanecendo no poder até 1979, quando foi assassinado.

O Primeiro e o Segundo Plano Quinquenais⁸²

O período que se estende de 1961-1971 compreende dois Planos Quinquenais. No primeiro (1962-66), o crescimento médio verificado foi de 8,3%; enquanto no segundo (1967-71) foi de 11,4%⁸³. Mais do que mero crescimento, houve uma verdadeira transformação na economia. O setor primário, cujo crescimento médio foi de 5,1% durante o Primeiro Plano, declinou sua participação de 44% em 1961 para 26,5% em 1971 (ver Tabela VI).

Tabela VI
Composição e Crescimento do PNB 1961-71

| Setores: | Composição do PNB | | | Taxa de Crescimento Real (%) | |
|------------------------------------|-------------------|------|------|------------------------------|-----------|
| | 1961 | 1966 | 1971 | 1961-1966 | 1966-1971 |
| Agricultura, Pesca e Extr. Vegetal | 44,1 | 38,9 | 26,5 | 5,1 | 2,3 |
| Mineração e Manufatura | 12,0 | 15,9 | 24,4 | 14,2 | 20,3 |
| Infra-estrutura (a) | 6,1 | 9,0 | 12,9 | 16,9 | 18,7 |
| Outros (b) | 37,8 | 36,2 | 36,2 | | 10,4 |

Source: Hasan and Rao, 1979. Table 1.1 pag. 15.

(a) Includes construction, transportation, storage, communication, electricity, water, and sanitary services.

(b) Includes trade, banking, insurance, real state, ownership of dwellings, public administration defense and other services, and net factor income abroad

Em ambos os planos, as exportações foram consideradas prioridade absoluta. Com o propósito de fomentá-las, o governo monitorava a performance das maiores firmas. Encontros mensais de exportadores foram também introduzidos (*Export Promotion Meetings*), presididos pelo próprio General Park Hee; prêmios eram prometidos para aqueles que atingissem as metas de exportação etc. O resultado foi, de fato, surpreendente.

Antes da Revolução de Hee, as exportações coreanas eram de apenas US\$ 32 milhões (1960). Elas saltaram para mais de US\$ 1 bilhão em 1971. Considerando o período dos dois planos (1961-1971), as exportações cresceram por um fator de 26,0 – enquanto as importações foram multiplicadas por 7,6. Entretanto, a base exportadora era muito pequena de

⁸² Foge ao escopo dessa tese se estender analisando os Planos Quinquenais. Apresentaremos os dois planos de forma sumária, para então nos dedicarmos ao nosso tema de maior interesse: o financiamento do investimento.

⁸³ Fonte: Korean Overseas Information Service, 1973.

forma que a economia continuou a apresentar déficits comerciais) Financiar tais déficits não era tarefa fácil – e deveremos nos ater a esse ponto com cuidado.

Tabela VII
Coréia: Exportação e Importação (1960-1971)

Milhões de US dólares

| Ano | Valor das Exportações | Valor das Importações | Ano | Valor das Exportações | Valor das Importações |
|------|-----------------------|-----------------------|------|-----------------------|-----------------------|
| 1960 | 32 | 344 | 1966 | 251 | 716 |
| 1961 | 41 | 316 | 1967 | 321 | 996 |
| 1962 | 56 | 422 | 1968 | 457 | 1463 |
| 1963 | 87 | 560 | 1969 | 624 | 1824 |
| 1964 | 118 | 404 | 1970 | 836 | 1984 |
| 1965 | 173 | 463 | 1971 | 1067 | 2394 |

Fonte: IFS online

De acordo com Soon (1994), o mais importante plano quinquenal para o desenvolvimento coreano foi o primeiro. Nele, o governo estabeleceu diversos aspectos da estratégia básica a ser seguida nas próximas décadas. Entretanto, a estratégia não se tornou nítida e completa antes de 1964, quando foi lançado um plano de estabilização econômica. Até esse ano, o governo se utilizava fortemente do uso da inflação para financiar o investimento. Foi também em 64 que o governo fez uma importante reforma nas taxas de câmbio, passando a adotar um regime de câmbio flutuante⁸⁴. A reforma cambial permitiu a competitividade fundamental para a promoção das exportações.

O objetivo declarado do primeiro plano era alcançar a “independência da economia nacional”. Com o objetivo de cumprir as metas traçadas (ver Tabela VIII), o governo adotou uma série de princípios básicos: 1) cabe ao governo promover a melhora dos serviços de utilidade pública⁸⁵ e ofertar crédito para setores industriais prioritários em linha com a idéia de um “capitalismo guiado” (o termo utilizado é literalmente *guided capitalism system*); 2) o setor público exercerá um papel de liderança, empurrando o setor privado; 3) o foco do

⁸⁴ “In this system, the official exchange rate of the Korean won against the US dollar was quoted periodically after due considerations of the market rate off the foreign exchange certificate. Foreign exchange banks were allowed to issue this certificate to residents in exchange for the designed foreign exchange or against the sale of gold. The certificate could be freely traded among residents or used for import certification (or opening of letter of credit), payment abroad with guarantee of the Bank of Korea, and purchase of foreign exchange” (Soon, 1994, p.30).

⁸⁵ O conceito utilizado é *social overhead capital* – e a descrição compreende desde setores de infra-estrutura a serviços de utilidade pública tais como comunicações etc.

desenvolvimento econômico deve se concentrar na industrialização (*Korean Overseas Information Service*, 1973, pp. 52-53).

Tabela VIII

Taxas e performance no primeiro plano de cinco anos (1962-66)

| Indicador | Taxas | Performance |
|--|----------|-------------|
| Taxa de crescimento da economia (porcentagem) | 7,1 | 7,8 |
| Participação dos investimento no PNB | 22,6 | 17 |
| Participação das poupanças domésticas no BNP | 9,2 | 8,8 |
| Participação dos investimentos estrangeiros no PNB | 13,4 | 8,2 |
| Transações correntes em 1966 (em milhões de dólares) | (-246,6) | (-103,4) |
| Exportações em 1966 (em milhões de dólares) | 137,5 | 250,4 |
| Percentagem anual média de mudanças | | 43,7 |
| Importações em 1966* (em milhões de dólares) | 492,3 | 679,9 |
| Percentagem anual média de mudanças | | 19,1 |

* Leva em conta dados do Balanços de Pagamentos

Fonte: Soon, 1994. P. 29.

Ficou implicitamente admitido que o governo determinaria a direção do crescimento, bem com as políticas baseadas em um processo de amplo planejamento. Embora, em princípio, as firmas pudessem ser gerenciadas e conduzidas privadamente, caberia ao governo complementar e mesmo substituir as decisões privadas no caso de investimentos de maior monta. Para financiar o investimento, recursos externos seriam utilizados – e as exportações seriam prioritárias para justamente criar capacidade de (re)pagamento de tais débitos.

Nenhuma política especial foi traçada em torno da questão da distribuição de renda. Na realidade, a Guerra Civil, *per se*, havia tornado todos igualmente pobres, tendo a reforma agrária completado o processo de relativa equalização das condições sociais da população coreana no início dos anos 1960, como já comentado. Ademais, esperava-se que o crescimento por ele mesmo traria a solução de problemas tais como a desigualdade regional e mesmo a desigualdade de renda remanescente, uma vez que o setor exportador (à época trabalho intensivo) seria aquele que puxaria o crescimento. Por fim, o governo tornou claro que alguma inflação seria tolerada (Soon, 1994, p. 32).

Durante o primeiro plano (1962-66), a capacidade de produção no setor de cimento, por exemplo, aumentou 194%. De forma semelhante, por volta de 1966, 70% da demanda doméstica por fertilizantes já eram atendidas pelas grandes firmas químicas coreanas, com uma capacidade de produção de 956.000 M/T. No setor de transportes, as instalações do setor

de construção naval foram expandidas ao mesmo tempo em que se criavam plantas industriais no setor automobilístico e de motores a diesel. Na indústria leve, o maior progresso ocorria no setor têxtil, papelão e madeira compensada. O índice de produção industrial passou de 100,0 em 1961 para 201,5 em 1966. A taxa anual de formação bruta de capital aumentou 82,7% durante o primeiro período (*Korean Overseas Information Service*, pp.54/55). Apesar de todos esses surpreendentes resultados, os investimentos ficaram abaixo da meta (22.6% - ver Tabela VIII).⁸⁶

A fácil vitória de Park Hee nas eleições de 1967 conferiu a estabilidade política necessária para a implementação do Segundo Plano Quinquenal, cujos princípios norteadores eram: 1) buscar a auto-suficiência em alimentos (a escassez de gêneros alimentícios era de fato um sério problema a ser enfrentado); 2) renovar a estrutura industrial, tendo por setores líderes o químico, siderúrgico e de máquinas e equipamentos 3) melhorar o balanço de pagamentos (o que seria feito através do estabelecimento de metas mais ambiciosas de expansão das exportações - US\$700 milhões – e promoção de importações); 4) aumentar o emprego e melhorar o planejamento familiar; 5) melhorar o padrão de vida da população, especialmente do setor rural (através de diversificação da agricultura e do emprego nas entressafras); 6) incentivar ciência e a tecnologia, a fim de melhorar os padrões da indústria coreana e fomentar novos processos tecnológicos e investir em capital humano.⁸⁷

Como mostra a Tabela IX, durante o período do Segundo Plano o crescimento foi novamente superior à meta traçada, mas agora também o investimento superou a meta – em mais de sete pontos percentuais. O período foi marcado também por uma mudança na estrutura industrial com transferência de participação da indústria leve para a pesada (incluindo petroquímica, indústria mineral, de aço e mesmo indústrias tecnologicamente intensivas, tais como a de químicos e máquinas).

⁸⁶ Para uma visão mais detalhada no Primeiro Plano ver Republic of Korea, 1962.

⁸⁷ Korean Overseas Information Service, p. 58. Leitores interessados no Segundo Plano devem ler Government of the Republic of Korea, July, 1966.

Tabela IX
Segundo Plano Quinquenal de Desenvolvimento

| Resultados do Segundo Plano Quinquenal de Desenvolvimento (1967-71) | | |
|--|--------------|--------------------|
| <i>Indicador</i> | <i>Taxas</i> | <i>Performance</i> |
| Taxa de crescimento da economia (porcentagem) | 7 | 9,5 |
| Participação dos investimentos no PNB | 19 | 26,1 |
| Participação da poupança doméstica no PNB | 11,6 | 16,1 |
| Participação dos investimentos estrangeiros no PNB | 7,5 | 10,2 |
| Transações correntes em 1971 (em milhões de dólares) | (-95,8) | (-847,5) |
| Exportações em 1971 (em milhões de dólares) | 550 | 1.132,30 |
| Variação Percentual média ano | | 35,2 |
| Importações em 1971 (em milhões de dólares) | 894 | 2.178,20 |
| Variação Percentual média ano | | 26,2 |
| * Leva em conta bases de balanços de pagamentos | | |
| Fonte: Soon, 1994. P. 35. | | |

Olhando setorialmente, energia elétrica e petróleo alcançaram resultados bem superiores às metas traçadas: 241 % e 159 %, respectivamente (*Overseas Information Service*, 1966). No setor de agricultura e pesca (*agriculture-forestry-fisheries*), em contrapartida, a produção de arroz e cevada ficou abaixo do previsto, cumprindo 82 % e 89 %, respectivamente.⁸⁸ Todavia, o segundo plano foi bem sucedido em melhorar o padrão de vida da população. Isso pode ser visto através do aumento no consumo de grãos, carnes, peixe e mesmo roupas, bem como por indicadores diversos, tais como eletrificação em comunidades rurais. O setor de construção civil atingiu suas metas e a produção de carros para passeio excedeu as expectativas mais otimistas.

Interessante é registrar a opinião do governo sobre os “elementos chaves” por trás do *takeoff* dos anos 1960, bem como chamar atenção para a preocupação com a forma pela qual esse processo de crescimento vinha sendo financiado:

“... We shall now turn to factors which made possible a ‘decade of prosperity in the 1960s. First, there was powerful, effective and consistent **leadership**. Second, there were the **high savings and investment rates**. Without Intense investment activities, rapid growth would not have been possible. Third, there was active **inducement of advanced industrial technology**. Without such backing, investment might not have born the fruit of rapid growth. Forth, Korea was able to **break the bottlenecks represented by raw material sources and narrow export market**. ...

⁸⁸ A exceção foi o setor de pesca que excedeu a meta em 51%.

The bulk of investment requirements, for instance, had to be met with overseas funds. One characteristic of economic growth in the past decade (1960s), therefore, **was heavy dependence on foreign capital**. In short, the 1960s were a decade which while bringing unprecedented prosperity for the nation, created many heavy future obligations.” (Korean Overseas Information Service, 1973, pp 61-62, ênfase nossa).

Passemos então para a questão de como se deu o financiamento do desenvolvimento.

As Reformas Financeiras implementadas (1960-1971)

Durante a década de 60 importantes reformas foram feitas, incluindo o retorno dos bancos privados à propriedade do governo (estatização); a criação de novas instituições bancárias e não bancárias; uma reforma monetária (considerada unanimemente mal concebida) e, mais importante, a reforma dos juros em 1965. Paralelamente a esse conjunto de reformas, o Governo fomentava o Mercado de Capitais.

Na realidade, no início dos anos 60, existiam poucas perspectivas de que o Mercado de Capitais pudesse vir a ter um papel relevante na mobilização de recursos. Como é comum a países subdesenvolvidos, havia poucas ações de qualidade sendo oferecidas, as firmas eram freqüentemente geridas pelas próprias famílias e temiam ir a público (medo de perda do controle da corporação).

Além disso, no caso coreano, havia também o temor de que, tornando-se empresas de sociedade aberta, tornar-se-ia obrigatória à realização periódica de relatórios de gestão – o que representaria uma perda de autonomia e um compromisso no pagamento de dividendos. Existia ainda o problema de que, uma vez aberto o capital, haveria um maior controle sobre práticas contábeis de apreciar o patrimônio das empresas. A própria imagem pública das grandes corporações não era favorável, já que (naquela época) desconfiava-se de que as firmas não reportassem de forma honesta a verdadeira situação dos negócios para os acionistas majoritários. Soma-se a isso o fato de que outras oportunidades de investimento encontravam-se disponíveis para as firmas – tais como o investimento no mercado imobiliário ou nos mercados informais dos recursos excedentes (Cole and Park, 1983, p. 84).

A fim de reverter esse quadro, medidas foram tomadas para fomentar o mercado de capitais – mas, na sua maioria, não foram bem sucedidas.⁸⁹ Foi somente após a emergência do

⁸⁹ Especulação e manipulação de preços de ações marcam o período e após o fechamento da Bolsa de Valores por um período de três meses em 1962, o governo coreano tomou o controle do mercado, buscando reestabelecer a confiança do público.

Segundo Plano Quinquenal (1967-1971) que se tornou claro para o governo que medidas mais enérgicas precisavam ser tomadas, já que seria difícil continuar se baseando exclusivamente no crédito bancário e nos empréstimos estrangeiros para financiar todos os requerimentos necessários ao padrão de crescimento industrial a que se pretendia (e que se estava, de fato, vivendo). A esta época, já ocorria um aumento significativo na demanda por ações – entretanto, a oferta não seguia o mesmo ritmo.

Apesar dos esforços empreendidos, do ponto de vista prático, após quatro anos da criação da Lei de Fomento ao Mercado de Capitais (1968 – ver Box III na Parte III deste trabalho⁹⁰), apenas 32 firmas haviam listado suas ações em Bolsa de Valores e o valor das ações cresceu apenas 80% durante o período 1968-72. Com o desequilíbrio entre oferta e demanda, a composição do índice das ações mais do que dobrou, mas os dividendos representaram apenas 20% deste valor (idem, p.91).

Como pode ser facilmente inferido do que acaba de ser dito, até os primeiros anos de 1970, as firmas basearam-se fortemente em empréstimos bancários e créditos externos para financiar suas dívidas. No que se refere às ações, emissões primárias raramente eram levantadas em oferta pública (exceto naqueles casos em que as ofertas públicas serviam para justificar a compra da empresa por parentes). Dada a relativa menor importância dos mercados de capitais, vamos concentrar nossa análise em explorar as reformas feitas no setor bancário.

Uma das primeiras medidas adotadas pela junta militar foi a reorganização das instituições de crédito agrícola no já citado *National Agriculture Cooperatives Federation* – NACF (Ver Box I). No mesmo ano (1961), o *Medium Industry Bank* (MIB) foi criado para fornecer empréstimos às empresas pequenas e médias. NACF e o MIB tinham em comum o desejo do governo de melhorar a disponibilidade do crédito aos pequenos fazendeiros e homens de negócios. Ao mesmo tempo, pretendia-se reduzir o espaço de atuação de instituições financeiras não reguladas no sistema nacional - um princípio que guiou muitas das reformas empreendidas do período.

⁹⁰ Como o crescimento do mercado de ações só ocorre de forma mais substantiva ao longo dos anos 1970, deixamos a descrição das medidas relegada a Parte III deste estudo, que compreende o período 1971-1979.

Box I

Reformas Financeiras 1961-1971

1961

- Criação da *National Agriculture Cooperatives Federation* (NACF). Apesar do fato de que em seus anos iniciais a inadimplência fosse um fato comum, de forma que a instituição não funcionou de forma adequada, o NACF se tornaria a mais importante fonte de crédito agrícola ao longo dos anos.
- Criação do *Medium Industry Bank* (MIB). Similar aos bancos comerciais, em suas funções, o MIB tinha por objetivo conceder crédito para as pequenas e médias empresas.
- Os bancos comerciais foram estatizados
- O KDB foi autorizado a tomar empréstimo no exterior e garantir empréstimos estrangeiros para as empresas coreanas.

1962

- A lei que rege o Banco Central Coreano foi revisada de forma a passá-lo para o controle direto do Ministro da Fazenda.
- Em Junho foi realizada uma reforma monetária, transformando 10 hwan igual a um won. Limites foram estabelecidos para a conversão (500 wons), registros dos depósitos, cheques e outras formas de recursos líquidos. A reforma foi rapidamente desconstruída. Já em Julho do mesmo ano, todas as medidas (à exceção da mudança no padrão monetário) foram revertidas. A reforma, ao invés de combater a inflação, como pretendido, contribuiu para acelerá-la (uma vez que houve uma fuga da moeda para ativos fixos). Houve queda do ritmo de atividade e redução da confiança do governo.
- Consolidação de pequenas companhias de financiamento no *Citizen's National Bank* com intuito de prover pequenos empréstimos para famílias e empresários.
- Foi criada a *Central Federation of Fisheries Cooperatives* (CFFC) – no mesmo espírito que o NACF.
- O *Securities and Exchange Law* foi estabelecido em 1962 quando a bolsa coreana (*Korea Stock Exchange*) foi reorganizada de forma mais semelhante a uma bolsa de valores (separando-a do mercado para títulos do governo).

1965

- Em 30 de setembro, o Comitê de Política Monetária (*Monetary Board*) anunciou que os juros nos empréstimos bancários seriam aumentados para 26% ao ano – sendo de 16% o nível prévio – e que os bancos pagariam 2,5% de juros ao mês para os depósitos com prazo de 18 meses. Antes de setembro de 1965, os juros sobre depósitos eram pagos de forma trimestral ou semestral. Entre Setembro de 1965 e Outubro de 1968, os juros pagos em depósitos a prazo e de poupança foram computados a juros simples, ao invés de compostos, com algumas poucas exceções (ver Brown, 1973, p.183).

1966

- Foi criada a lei de fomento ao capital estrangeiro (*Foreign Capital Inducement Law*) que estipulava: 1) Proibição de quaisquer requerimentos de participação de capital nacional; 2) a provisão de responsabilidade de governo em caso de uma firma estrangeira financiada entrasse em default; 3) limites nas garantias oferecidas pelo governo em geral de forma que o serviço dessas dívidas não poderia exceder 9% das receitas anuais em moeda estrangeira (dessa forma assegurando o valor da garantia); 4) o estabelecimento de uma estrutura crescente de isenções de taxas, tributos e de feridos tributários para as firmas estrangeiras e investidores estrangeiros.

1967

- O *Korea Exchange Bank* (KEB) foi criado, como uma entidade separada do Banco Central Coreano (BOK). Entretanto, como o BOK dispunha das ações do KEB, a mudança teve pouco efeito prático.
- Foi criado o *Korea Trust Bank* como uma consolidação de departamentos dos cinco maiores bancos comerciais da nação. Funcionou como um banco comercial até o 1976, quando houve sua fusão com o *Seoul Bank*, alterando seu nome para *The Bank of Seoul and Trust Company*.
- Foi criado o *Korea Housing Bank* para estender crédito para o setor de construção e compra de moradias, assim como para aquisição de material de construção.
- Foi instituído o *Korea Development Finance Corporations* (KDFC) com o apoio do Banco Mundial. Seu maior papel era o de subscrever e fiscalizar a emissão de ações e debêntures.
- Bancos locais foram autorizados a atuar no segmento comercial, sobretudo nas províncias. Eram bancos privados, menos regulados que podiam pagar juros mais altos que os bancos comerciais.
- Foi permitido a um número limitado de bancos estrangeiros atuarem no país a partir de 1967.
- Entre 1968-1971, outras reformas financeiras foram promovidas, mas estas se concentraram no intuito de fomentar o Mercado de Capitais (ver Box III exclusivamente para essas medidas).

Desde o começo, as reformas financeiras empreendidas nos 1960s forneceram um aumento substancial no volume de empréstimos concedidos pelos bancos. Se adicionarmos os empréstimos do Banco de Desenvolvimento Coreano (KDB) com o dos bancos comerciais e dos bancos especiais (tais como o MIB e o NACF – ver Box I), vemos um aumento de 29% nos empréstimos totais no primeiro ano após o golpe militar (1962/1961). Na seqüência, já sob o contexto de dois Planos Quinquenais, os empréstimos apresentam crescimento notável. Considerando o período inteiro, os empréstimos totais crescem de \$52.3 bilhões em 1961 para \$ 1.077,0 bilhões dez anos mais tarde; ao mesmo tempo, as garantias aumentaram de \$ 1,6 bilhões para \$ 1.048,7 no mesmo período (ver a Tabela X).

Tabela X

Valores e percentuais em depósitos, empréstimos e garantias em moeda estrangeira nos Principais Bancos 1960-1978 (bilhões de wons)

| | <i>Bancos comerciais</i> | | | | | | <i>Bancos especiais</i> | | | | | |
|---------------|---|----------|--------------------|----------|------------------|----------|-------------------------|--------------------|--------------------|----------|------------------|----------|
| | <i>Depósitos</i> | | <i>Empréstimos</i> | | <i>Garantias</i> | | <i>Depósitos</i> | | <i>Empréstimos</i> | | <i>Garantias</i> | |
| | <i>Valores</i> | <i>%</i> | <i>Valores</i> | <i>%</i> | <i>Valores</i> | <i>%</i> | <i>Valores</i> | <i>%</i> | <i>Valores</i> | <i>%</i> | <i>Valores</i> | <i>%</i> |
| 1960 | 14,1 | 79,2 | 11,5 | 28,6 | 0,4 | 66,7 | 3 | 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 | 69,4 | 20,9 | 31 | 2,8 | 56 | 10,1 | 24,2 | 22,3 | 33 | | |
| 1963 | 26,3 | 64,8 | 22,8 | 29,8 | 3,7 | 17 | 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 | 37,5 | 34,4 | 11,8 | 15,7 | 23,2 | 28,8 | 34,6 | 31,8 | 1,4 | 1,8 |
| 1966 | 82,5 | 66,9 | 57,9 | 38,8 | 40,2 | 27,8 | 38,4 | 31,1 | 44,8 | 30 | 1,4 | 1 |
| 1967 | 137 | 66 | 105,6 | 45,8 | 50,3 | 25,7 | 68,9 | 32,8 | 72,4 | 31,4 | 2,7 | 1,4 |
| 1968 | 249,5 | 66 | 210 | 52,8 | 126,1 | 41,4 | 123,6 | 32,6 | 121,2 | 30,5 | 3,3 | 1,1 |
| 1969 | 410,1 | 65,6 | 359,3 | 54,5 | 225,1 | 42,5 | 209 | 33,7 | 203,7 | 30,9 | 4 | 0,8 |
| 1970 | 505,4 | 63,3 | 441,8 | 51,9 | 319,3 | 42,6 | 284,2 | 35,3 | 280,7 | 33 | 6 | 0,8 |
| 1971 | 635,4 | 64,5 | 568,4 | 52,8 | 435,5 | 41,5 | 341,9 | 34,6 | 351,1 | 32,6 | 13,2 | 1,2 |
| (continuação) | | | | | | | | | | | | |
| | <i>Banco de Desenvolvimento da Coreia (KDB)</i> | | | | | | <i>Totais</i> | | | | | |
| | <i>Depósitos</i> | | <i>Empréstimos</i> | | <i>Garantias</i> | | <i>Depósitos</i> | <i>Empréstimos</i> | <i>Garantia</i> | | | |
| | <i>Valores</i> | <i>%</i> | <i>Valores</i> | <i>%</i> | <i>Valores</i> | <i>%</i> | | | | | | |
| 1960 | 0,7 | 3,9 | 15,9 | 39,6 | 0,2 | 33,3 | 17,80 | 40,2 | 0,6 | | | |
| 1961 | 1,7 | 6,4 | 20,3 | 38,8 | 0,2 | 12,5 | 26,40 | 52,3 | 1,6 | | | |
| 1962 | 2,7 | 6,4 | 24,3 | 36,0 | 2,2 | 44,0 | 41,80 | 67,5 | 5,0 | | | |
| 1963 | 1,6 | 3,9 | 27,6 | 36,0 | 18,1 | 83,0 | 40,60 | 76,6 | 21,8 | | | |
| 1964 | 1,2 | 2,7 | 31,7 | 37,4 | 38,3 | 79,5 | 44,30 | 84,7 | 48,2 | | | |
| 1965 | 1,7 | 2,2 | 36,8 | 33,8 | 62,1 | 82,5 | 80,20 | 108,9 | 75,3 | | | |
| 1966 | 2,4 | 2,0 | 46,6 | 31,2 | 103,0 | 71,2 | 123,30 | 149,3 | 144,6 | | | |
| 1967 | 2,5 | 1,2 | 52,4 | 22,7 | 143,0 | 73,0 | 208,40 | 230,4 | 196,0 | | | |
| 1968 | 5,3 | 1,4 | 66,4 | 16,7 | 175,0 | 57,5 | 378,40 | 397,6 | 304,4 | | | |
| 1969 | 4,1 | 0,7 | 96,1 | 14,6 | 300,0 | 56,7 | 623,20 | 659,1 | 529,1 | | | |
| 1970 | 10,9 | 1,4 | 129 | 15,1 | 424,0 | 56,6 | 800,50 | 851,5 | 749,3 | | | |
| 1971 | 9,1 | 0,9 | 157,5 | 14,6 | 600,0 | 57,2 | 986,70 | 1.077,0 | 1.048,7 | | | |

Fonte: Cole and Park, 1963. P.62,63.

Observação: Garantias dos Bancos Especiais omitem as fornecidas pelo Foreign Exchange Bank, que são garantias secundárias de outros bancos.

É interessante notar (na mesma Tabela) que a participação do KDB em empréstimos caiu substancialmente ao longo da década. Na realidade, o KDB foi sempre insignificante em sua participação sobre os depósitos da economia, mas permaneceu (e se tornou cada vez mais) expressivo como fonte de oferta de garantias. A rigor, o KDB mudou seu foco de atuação com o passar dos anos. Nos anos 1950, sua maior atuação dava-se no segmento de empréstimos

diretos; depois, sua função principal passou a ser a de proteger investidores dos riscos implícitos nos empréstimos no exterior (sobretudo cambial, mas também país etc). Desde o final de 1961, o KDB foi autorizado a tomar empréstimos no exterior e garantir empréstimos baseados nesses recursos para as firmas coreanas – de sorte que essas ficavam livres do risco cambial, político e mesmo de oscilação de juros externos. Ao longo dos anos, o recurso de garantia do governo aos recursos tomados no exterior seria estendido a outros bancos comerciais, bem como aos bancos especiais (lembrando que todos pertenceram ao governo) induzindo a um aumento rápido no endividamento em moeda estrangeira (incentivados por taxas de juros domésticas bastante elevadas, como veremos).

Cabe aqui ressaltar que, do ponto de vista fiscal, fornecer garantias ao invés de empréstimos possui suas vantagens. As garantias, em geral, não são consideradas gastos do governo, mas apenas “comprometem” recursos fiscais. Costuma haver apenas uma provisão de recursos (sobre a forma de um fundo, usualmente), baseada na probabilidade de *default*, dos recursos. Assim, as garantias só aparecem como despesas quando há, de fato, inadimplemento e mesmo assim há ainda a possibilidade de recuperar parte dos recursos⁹¹.

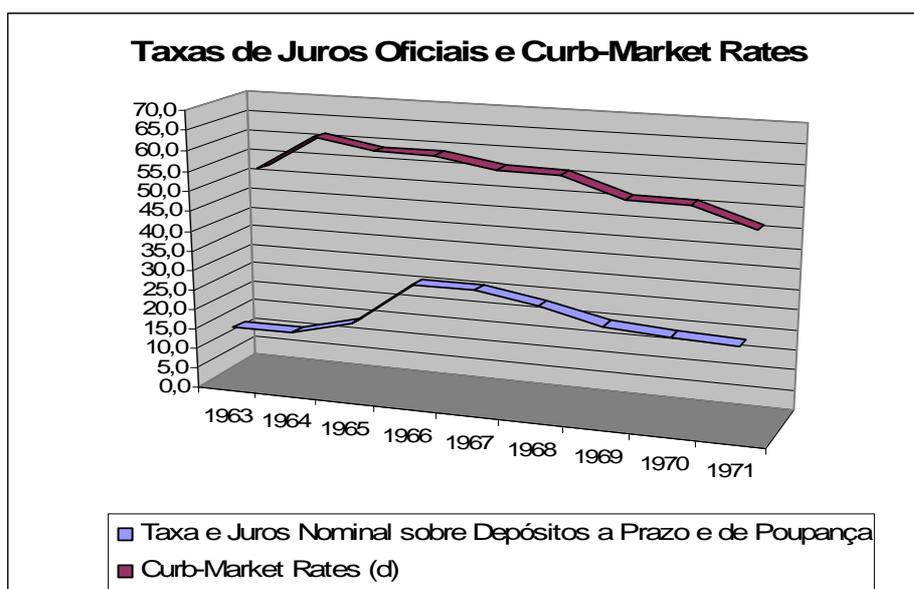
A Tabela X mostra também o enorme crescimento dos depósitos no sistema bancário após 1965. Neste ano, as taxas de juros foram elevadas dramaticamente (ver Box I). As taxas reais (médias ao ano) para depósitos de longo prazo passaram de 17 por cento negativas (-17,0%), em 1964, para 17 por cento positivas (+17,1%), em 1966; as taxas sobre empréstimos nos bancos comerciais, por sua vez, mudaram de menos 16 por cento (-16,0%), em 1964, para mais 15 por cento (+15,0%), em 1967, deflacionada pelo deflator do PIB (fonte: Marrom, 1973, P. 180).

A reforma mais importante durante os anos 1960, junto com a nacionalização dos bancos, foi, sem sombra de dúvidas, a reforma das taxas de juros feita em setembro 1965. A partir deste ano, as taxas nominais em empréstimos de banco foram estabelecidas de forma a serem de 2.5 por cento ao mês para depósitos a prazo de dezoito meses (ou seja, 30,0% a juros simples ou 34,5% a juros compostos – lembrando que a prática de juros simples era muito comum até 1968).

⁹¹ Este ponto precisa ser melhor explicado. Quando um Banco Público recebe recursos orçamentários, seus desembolsos anuais figuram como despesas públicas. Entretanto, se há algum arranjo institucional, por exemplo, um Fundo administrado pelo governo, cujos recursos independem de aprovação anual no Congresso, os desembolsos feitos sob o título de empréstimos não são considerados despesas públicas – uma vez que se espera retornarem (ser pagos) ao Fundo. No caso das garantias, o conceito usado é o de comprometimento de recursos fiscais – considerada despesa apenas a parcela inadimplida após alguns meses (a depender das regras vigentes).

O espírito da reforma da taxa de juros foi a teoria de repressão financeira, em voga nos anos 60. Como já observado na introdução, os formuladores da Reforma coreana eram ninguém mais ninguém menos do que os próprios Dr. John Gurley e Dr. Edward Shaw - os pais das teorias de repressão financeira, juntos como o Dr. Hugh Patrick. O documento original intitulado “The Financial Structure in Korea” era parte da Missão Americana (*United States Operations Mission on Korea*) publicada em julho 1965. O governo coreano incorporou a teoria que explicava que a elevação dos juros aumentaria a poupança, que por sua vez elevaria o crescimento, ao mesmo tempo em que controlava a inflação. Afirmava-se ainda que a reforma resultaria em custos de juros não proibitivos aos empresários uma vez que, mesmo após o brutal aumento proposto, os juros do setor bancário seriam ainda inferiores ao praticado no mercado informal (onde variavam de 3,5 a 5,0% ao mês - ver o Gráfico VII abaixo).

Gráfico VII



Fonte: Cole and Park (1983), p. 272, elaboração própria.

Entretanto, seria errôneo supor que, porque aderiu à idéia de reforma das taxas de juros, o governo tivesse adotado uma orientação financeira liberal. Ao contrário, o sistema financeiro coreano remanesceu sob estrito controle do governo após a Reforma de 1965. Para compreender este aparente paradoxo, deve-se considerar as origens sociais daqueles que ocupavam o poder:

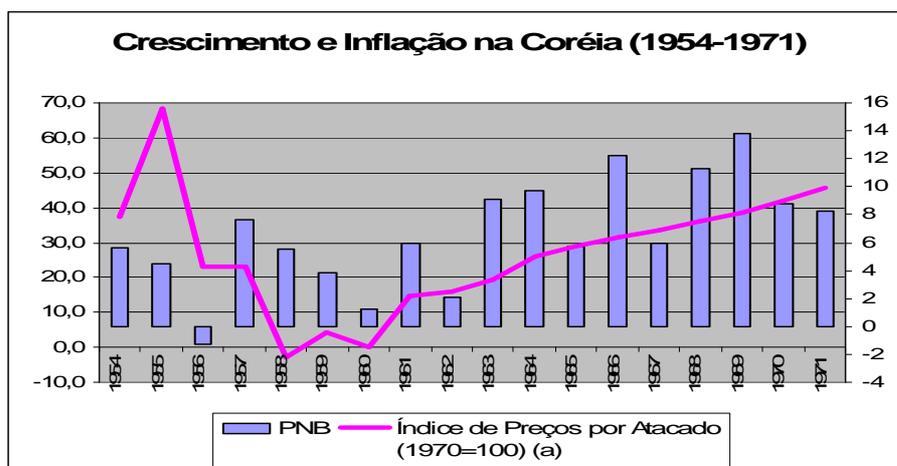
“These were men of peasant origin and harbored, like ultranationalist Japanese officers in the 1930s, a peasants’ suspicion of the wealthy. When they thought of a rich nation and a strong army, and wartime Japan came to their minds; and when they awakened to the need for domestic resource mobilization, they badgered the rich and forced citizens, through campaigns and edicts, to salt away chunks of their salaries. Joseph Schumpeter knew this type, and he called them mercantilists” (Woo, 1991, p. 81)

A memória de que às reformas de Bloomfield dos anos 1950 se seguiu um processo de *takeover* dos bancos comerciais por um pequeno grupo de Chaebòls (de forma que os benefícios esperados com a liberalização, tais como o aumento da oferta de ativos financeiros a baixos custos não se materializaram) permanecia fresca entre os *policy makers*. Aparentemente, a frustração com o processo vivido reforçou a posição de que cabia ao governo – e não ao setor privado – controlar as finanças do país. Por isso, apesar de os conselheiros americanos Hugh Patrick, Edward Shaw e John Gurley advogarem em favor de um programa mais amplo de liberalização, a elevação dos juros e o estabelecimento de algumas mudanças no Banco Central Coreano (tais como a criação da BOK Stabilization Account) foram as únicas reformas aceitas pelo governo coreano (p.103).

As previsões de que, ao contrário da intenção do governo, o nível mais elevado de taxas de juros conduziria a falências, redução do crescimento, à inflação (via pressão de custos) e a outros resultados indesejados não se materializaram. No ano que se seguiu ao da reforma, houve crescimento dos empréstimos feitos domesticamente e no exterior; o emprego aumentou, e a produção industrial cresceu 25%. À primeira vista, a reforma foi, ao contrário, um estrondoso sucesso: o país crescia mais do que no período anterior e as previsões de aumento da inflação e da inadimplência simplesmente não se concretizaram - não obstante a inflação anual ter permanecido em dois dígitos (ver o Gráfico IX).

Os depósitos a prazo e de poupança (somando os do sistema Bancário com os do KDB e das instituições de poupança “Money Trust”) elevaram-se em quase 50%, considerando os três meses finais de 1965; em 110 % em 1966; em 80 % em 1967 e em 100 % no ano seguinte (a preços constantes deflacionados pelo índice de preços por atacado). Foi, de fato, somente depois de 1968 que estas taxas retardaram seu vertiginoso crescimento. É também no final da década de 1960 que o déficit de transações correntes começa a se acelerar.

Gráfico IX



Fonte: Bank of Korea - Monthly Statistical Review, vários anos.

(a) Índice de Preços ao Consumidor de Seul para o período 1954-1959

De fato, a deterioração das contas externas (puxada pelo rápido crescimento e pela manutenção de juros muito elevados) acentuou-se na virada para os anos 1970 pela crescente necessidade de importar grãos e alimentos, dada à escassez de gêneros alimentícios vivida no país. O relativo atraso do setor agrícola (e o hiato existente entre a renda na agricultura e no setor industrial) associado à existência de gargalos no setor de transportes e comunicações e ainda à perda de competitividade nas exportações devido ao crescimento do salário real (a ser comentada) contribuíram todos para agravar as contas externas e gerar uma crise cambial em 1971.

Conforme advertido na introdução, a discussão das conseqüências da reforma dos juros sobre a economia coreana e suas implicações teóricas será feita na em detalhes na Parte IV desse artigo. A fim de dar ao leitor um panorama da história econômica e financeira do país, nos dedicamos, antes, a fazer uma breve apresentação dos principais eventos ocorridos ao longo do período 1971-1979.

PARTE III - 1972-1979

“The successful implementation of the First and Second Five-Year Economic Development Plan has instilled new hope in the minds of the people, who had resigned themselves to negativeness and pessimism. It has given them the confidence and courage to say: ‘We, too, can lead a good life

and become wealthy and strong” (Government of the Republic of Korea: “The Third Five-Year Economic Development Plan”, 1971)

“It is with a mixture of pride, confidence, and caution that the Republic of Korea launches its Fourth Five-Year Economic Plan for 1977-1981 ... We present this Fourth Plan with pride in the success of nation’s previous three economic development plans ... Our confidence is tempered, however, ...by a solemn awareness that with the steady deepening of our commitment to the course of development we have chosen, the increasing complexity of our national economic processes, and the growing dependence of these domestic process upon international trends over which an individual nation can have only limited control, the price of failure, misjudgment or error in the establishment and implementation of national economic policies has risen proportionately ... We approach [our] tasks armed with experience, a record of success, and the determination to do our utmost to achieve the reasonable and necessary goals we have set for ourselves. We advanced boldly in the past; we will continue to advance boldly now. ” (Nam Duck, Woo, Deputy Prime Minister and Minister of Economic Planning Board, em “The Fourth Five-Year Economic Development Plan”, Dezembro, 1976)

Em 1971, em resposta a crise cambial sofrida pelo país, as autoridades coreanas promoveram uma desvalorização do won de 18% e assinaram um acordo *stand-by* com o FMI. O intuito da desvalorização era, evidentemente, o de estimular as exportações, que vinham se desacelerando. De fato, depois de crescerem 42% em 1968, as vendas externas tiveram reduzida sua taxa de expansão para 34 e 28% em 1969 e 1970 (Cole and Park, 1983, p. 160). A abrupta variação cambial, porém, causou um salto no custo do serviço da dívida. A saúde financeira das firmas no curto prazo foi abalada, sobretudo das grandes empresas que, com acesso às fontes internacionais, tinham se endividado na perspectiva de manutenção de juros internacionais baixos e de desvalorizações cambiais graduais, implícitas no regime da segunda metade dos anos 1960.

Diante do choque do câmbio e do aperto de liquidez que a ele se seguiu, muitas empresas se voltaram para sua antiga fonte de recursos de curto prazo: o mercado informal de crédito. O próprio acordo com o Fundo, ao restringir o influxo de capital externo com maturidade inferior a três anos e impor tetos na expansão do crédito bancário doméstico, estimulava o retorno ao mercado informal. Incapazes de cobrir seus compromissos financeiros (principal e juros) junto aos credores internacionais, os bancos garantidores (públicos) tiveram de honrar, em seu nome, os compromissos. A opção de “deixar quebrar” foi descartada pelas autoridades coreanas:

“Conceivably, the Korean government could have let these debt-risen firms go bankrupt and weathered the painful consequences. In fact, some policy-makers were in favor of this course of action, on the ground that the time had come to ‘rationalize’ industries and the financial structure of firms through market forces. This alternative, however, posed a number of serious

problems. It was feared that poor performance of the economy and an increasing number of business failures would undermine the nation's credit standing in the international capital market and would thus hamper the inflow of much needed foreign loans. This option also ran counter to the high growth objective of the government. As a result, a more costly but less painful alternative was chosen; it was simply to bail out these troubled firms." (Park and Cole, 1983, p.161)

Diante da desaceleração da economia e de o retorno ao mercado informal de crédito para o alívio das restrições de liquidez, o governo decidiu promover uma nova reforma financeira em 1972 onde os juros (dos depósitos e dos empréstimos) foram drasticamente reduzidos – como veremos com profundidade na seção das reformas financeiras. Assim, o período em estudo nesta Parte III do trabalho (1972-1979) corresponde a um período de retorno a “repressão financeira”, onde os juros reais pagos sobre depósitos a prazo e de poupança foram continuamente declinantes, chegando a valores próximos de zero e mesmo negativos. Contrariamente ao previsto pela teoria da repressão financeira, porém, esse será um período marcado, novamente, por um elevado crescimento econômico, como veremos.

No intuito de aliviar o peso dos juros sobre as firmas endividadas, para estimular a atividade econômica que vinha se desacelerando e perdendo competitividade no mercado internacional, para evitar impactos inflacionários (custos), mas também a fim de conter a expansão dos mercados financeiros informais, o decreto de 1972 (que impunha uma redução drástica dos juros) foi lançado. Os efeitos (isolados) do decreto sobre a economia são, todavia, de difícil mensuração. Isto porque ele ocorre espremido por dois fatos de grande relevância: o colapso do regime cambial de 1971 e nada menos do que o primeiro choque do petróleo.

As duas citações encontradas na epígrafe da Parte III explicitam, aliás, uma mudança no discurso do governo: de uma excessiva confiança no modelo de desenvolvimento, ao lançar o Terceiro Plano Quinquenal, para um discurso muito mais cauteloso, ao lançar o Quarto Plano. Esta transformação é rapidamente compreendida quando se considera que Terceiro Plano foi anunciado antes, enquanto o Quarto, depois do Primeiro Choque do Petróleo.

Como diversos outros países emergentes, a Coreia (também) era, nos anos 1970, altamente dependente da importação de óleo e de capitais externos para financiar os elevados déficits da Balança Corrente. Mas, no caso coreano, o problema da escassez de Petróleo assumia ainda contornos de segurança nacional. Isto porque a Coreia do Norte tinha reservas abundantes de energia (hidroelétrica e em óleo) – enquanto a Coreia do Sul havia escolhido ignorar o problema – o que fez enquanto o petróleo era barato e abundante.

Na prática, a ponderação do discurso foi compensada por uma grande ousadia: “Rather than curtail investment in basic and defense-related industries, Seoul simply bulldozed ahead on its course of expansion, slashing its currency to push exports, and amassing debts to finance the imports needed to sustain production and investment. Instead of alternatives to petroleum, they recycled petrodollars.” (Woo, 1991, p.128)

Portanto, ao invés de mudar o curso do modelo de desenvolvimento diante da crise cambial e do Petróleo, os anos 1970 apresentam importantes similaridades com o ocorrido na década anterior: novamente a economia será marcada pela forte intervenção estatal (que a bem dizer se acentua nesse período); o processo de promoção de exportações segue seu curso, e o time que comanda a economia permanece basicamente o mesmo. Há uma guinada significativa na direção de retomar o processo de substituição de importações, agora na direção de bens de capital e insumos básicos – e uma reversão da orientação da política financeira de elevados juros que marcou a segunda metade dos anos 1960, como já referido.

De forma semelhante ao ocorrido na década anterior, também os anos 1970 serão marcados pelos dois já mencionados planos Quinquenais: o Terceiro (1972-1976) e Quarto (1977-1981). Se por um lado o primeiro destes pode ser visto como uma “receita prescrita” (*blueprint*) para combater os problemas herdados do período anterior e estabelecer um padrão de expansão que “harmonizasse crescimento com estabilidade” (*Korea Background Series*, 1973, p.63), o quarto plano será lançado após serem observadas as conseqüências do Primeiro Choque do Petróleo. Este é de fato bem mais ousado do que qualquer um dos anteriores, propondo, inclusive, o desenvolvimento de áreas intensivas em pesquisa e tecnologia na expectativa do crescimento de setores intensivos em mão-de-obra qualificada. Ao longo dos anos 1970, a estrutura industrial se transforma na direção dos setores intensivos em capital. A Tabela abaixo mostra as principais mudanças ocorridas na economia.

Tabela XI

| Indicator | 1971 | 1979 | Varição Percentual |
|---|--------|-------|--------------------------|
| | | | Médias Anuais 1972-79 |
| PNB per capita | 565 | 1026 | 7.7 |
| 1000 Won (a) | 288 | 1640 | 24.3 |
| PNB (bilhões de won) | 18,564 | 38503 | 9.6 |
| Exportações | | | |
| Bilhões de dólares | 1.1 | 15.1 | 39.2 |
| Razão Exportações-PNB (%) (b) | 11.7 | 31.0 | n.a |
| Importações | | | |
| Bilhões de dólares | 2.4 | 20.3 | 30.7 |
| Razão Importações-PNB (%) (b) | 26.5 | 32.6 | n.a |
| Taxa de Investimento (%) (c) | 25.1 | 35.6 | n.a |
| Taxa Nacional de Poupança | 14.6 | 28.1 | n.a |
| Índice de Preços por Atacado (1980-100) | 20.3 | 72.0 | 17.1 |

n.a. Não se aplica

Nota: Valores em Won estão a preços constantes de 1980. Doláres referem-se a valores correntes

a. Baseado no novo sistema de Contas Nacionais introduzido em 1970.

b. Dólares Correntes

c. A preços correntes

Fonte: Suh, Sang-Mok, 1992, p.19

Considerando o período como um todo, entre 1971 e 1979 a economia coreana experimentou um crescimento de 9% ao ano (apesar dos dois choques do petróleo), o que equivale a um crescimento per capita médio de 7,7% e as exportações cresceram quase 40 % ao ano. Paralelamente ao processo de transformação na indústria, ocorreu um importante movimento de redução das disparidades de renda entre os setores rurais e urbanos. Este movimento, todavia, sofreu uma reversão na medida em que avançou a industrialização pesada, ao final da década.

De fato, durante os anos 60 os aumentos de produtividade no setor primário ficam muito atrás dos verificados na indústria ao mesmo tempo em que os termos de troca evoluíam de forma desfavorável para o setor agrícola. Buscando reverter essa tendência, já em 1969 o governo coreano iniciou uma série de medidas de incentivo ao setor, incluindo a defesa de preços mínimos para a agricultura e provendo subsídios para compra de fertilizantes e de máquinas agrícola – ao mesmo tempo em que busca melhorar o sistema de crédito rural.⁹²

⁹² Ainda no início dos anos 70 foram criados o *Grain Management Fund*, o *Fertilizer Fund* e o *New Village Movement (Saemaul Undong)* – este último com objetivo de promover projetos de geração de renda através de cooperativas agrícolas, ficando o governo responsável por promover assistência técnica e financeira. Paralelamente, foram firmados compromissos de melhorar a assistência à saúde, habitação educação, rede elétrica, rede de comunicações etc. para a população rural. Embora o *Saemaul Undong* só entre em vigor em 1973, durante o período de 1972 a 1975 os investimentos do governo conjugados aos empréstimos para o setor agrícola cresceram 96%. Durante o período 1975-1978, o governo elevou os preços do arroz gerando um déficit

As políticas governamentais surtiram o efeito desejado, ao menos durante um determinado período. Começando em um nível de 60% em 1967, a renda da população rural atingiu a média urbana no ano de 1976, devido a aumentos na produtividade agrícola e nas transferências de renda feitas pelo governo. Entretanto, as disparidades voltam a crescer na segunda metade da década de forma que em 1979 a renda rural recuou novamente – para 84,7% da renda urbana, conforme mostra a Tabela abaixo.

Tabela XII

| Ano | Renda Mensal Média | | Renda dos Consumidores rurais como percentagem da renda urbana |
|------|-------------------------------------|---------------------|--|
| | Consumidores Urbanos (assalariados) | Consumidores Rurais | |
| 1967 | 20,720 | 12,456 | 60.1 |
| 1970 | 31,770 | 21,317 | 67.1 |
| 1973 | 45,850 | 40,059 | 87.4 |
| 1976 | 95,980 | 96,355 | 100.0 |
| 1979 | 219,133 | 185,624 | 84.7 |

Fonte: Suh, Sang-Mok, 1992, p.17.

As elevadas taxas de inflação e o crescimento desigual entre regiões e setores (apesar das metas traçadas nos Planos Quinquenais – como veremos) fizeram com que os anos 1970 se encerrassem numa posição ligeiramente pior, do ponto de vista da distribuição de renda:

“Although the outward-looking growth strategy that the government pursued throughout the 1960s had contributed to a more equitable distribution, Korea experienced some deterioration in this area during the 1970s. There were several reasons: (a) with economic growth centered on large, capital-intensive projects, there were relatively fewer jobs for low-income workers, a pattern that resulted in a wider wage differential among workers; (b) the government’s industrial policy fostered the rapid growth of large conglomerates, so that the distribution of business ownership worsened; and (c) given the high rate of inflation of the 1970s Korean companies and households found it more profitable to invest in speculative domestic ventures, especially real estate”. (Suh, 1992, p.21)

No que segue faremos um breve resumo dos Planos Quinquenais para então discutirmos as reformas financeiras do período.

no *Grain Management Fund* e no *Fertilizer Fund* que juntos responderam por 37% da expansão monetária do período e contribuíram para elevar o déficit público (Corbo and Suh, 1992, p. 17).

O Terceiro e o Quarto Plano Quinquenais

Basicamente, os dois principais objetivos do Terceiro Plano eram buscar a modernização das áreas rurais, demonstrando a crescente preocupação do governo com as crescentes disparidades nas condições de vida entre o campo e as cidades, e o desenvolvimento da indústria pesada e química. Um grande marco do período consistiu no desenvolvimento da indústria de construção naval. A companhia *Pohang Integrated Steel Mill*, que começou suas operações em 1973, alcançou competitividade internacional de forma bastante rápida, contribuindo tanto para substituição de importação quanto para expansão das exportações. A indústria de eletrônicos, que representava em torno de 5% do total dos manufaturados na época exportava cerca de 40 a 45 % de sua produção.

De acordo com documentos oficiais, o objetivo do Plano consistia em: “... attain growth with stability and at the same time to bring about an inter-sectoral balance by emphasizing the development of such low productivity sectors as agricultures and fishing, small and medium industries and the marketing sector” (*The Third Five-Year Economic Development Plan 1972-1976*, 1971, p. 4). O mesmo documento ressalta que, durante o Segundo Plano, a elevação do investimento teria ocorrido através do aumento da poupança externa e que, no novo plano, o crescimento deveria se basear na capacidade de melhorar o Balanço de Pagamentos e aumentar a poupança doméstica (p.6).

A poupança doméstica deveria crescer de 16,9%, em 1970, para 21,5%, em 1976 (com a poupança do governo indo de 6,8% para 7,5% – o que implicaria um corte de gastos do governo substantivo), ao passo que a poupança externa seria reduzida de 9,2% para 3,4%.⁹³ A população era chamada a contribuir nesse processo, sacrificando consumo: “The achievement of the savings target will not be possible without diligence and thrift. Therefore, all Koreans should try to increase savings by restraining their own consumption expenditures”. (idem, p.14)

A meta de crescimento anual fixada para o PIB foi de 8,6% - taxa substancialmente menor do que a média alcançada durante o Segundo Plano (11,6%). Considerava-se que buscar crescer a uma taxa superior implicaria (novamente) depender maciços fluxos de capital externos para financiar as importações necessárias ao crescimento: “ ... it would be difficult to mobilize the domestic savings required for a growth rate higher than 8.6 percent. In view of the above constraints, stable economic growth that can be achieved with an optimum level of

⁹³ O setor público deveria se ajustar cortando gastos de forma que o crescimento anual dos dispêndios baixasse de uma média de crescimento de 16,3% (ocorrido no período do Segundo Plano) para uma média anual de 9,5%.

impost and with the likely level of domestic savings will not be much higher than 8.6 percent a year” (p. 6). De forma, digamos, pouco mais modesta, pretendia-se que o PNB crescesse (entre 1970 e 1976) 66,2% e que a população declinasse sua taxa de crescimento de forma que o produto nacional per capital subisse de aproximadamente US\$ 223 em 1970 para US\$ 389 em 1976.

Ênfase particular foi posta nos setores de indústria química, aço e ferro, máquinas e petroquímica. Para isso, considerava-se fundamental apoiar a expansão dos investimentos em ciência e tecnologia e ampliar os programas de investimento em capital humano.⁹⁴ O investimento agregado no Terceiro Plano deveria atingir uma média de 24,9% do PIB – ou seja, 1,2% mais baixo do que o alcançado durante o Segundo Plano.⁹⁵

No que se refere ao Balanço de Pagamentos, as metas fixadas para o crescimento das exportações de commodities era de 24,3% na média - enquanto as importações cresceriam 12,9% através da manutenção de um “nível razoável de investimento” conjugado à promoção de políticas de substituição de importações (p. 210).⁹⁶ Buscava-se igualmente a auto-suficiência em grãos de forma que as importações deste item simplesmente terminariam, ao cabo do período do Plano. Admitia-se, porém, que as importações de matérias primas para a indústria exportadora continuassem crescendo a elevados ritmos: 27,7% ao ano.

Por fim, no que concerne às disparidades regionais, pretendia-se implementar quatro projetos de desenvolvimento em torno dos principais rios do país (*Han, Kum, Yongsan e Naktong*), incluindo a expansão de redes de transporte e a criação de estados exportadores para promover o desenvolvimento regional.

Os resultados do Terceiro Plano novamente foram surpreendentes. Entre 1972 e 1976, apesar dos efeitos nefastos da primeira crise do Petróleo, a economia coreana cresceu a uma taxa de 11%, excedendo em largo a meta traçada para o período (8,6%). A taxa de investimento médio atingiu 27% e as exportações quadruplicaram crescendo a uma taxa anual de 31,7 %. A exportação de manufaturados aumentou a uma taxa ainda mais elevada de 41%,

⁹⁴ A meta de crescimento para o setor de agricultura, pesca e silvicultura foi projetada para 4,5% ao ano, enquanto o setor de mineração e agricultura apresentariam crescimento de 13%. Esta taxa era vista como necessária para permitir às indústrias satisfazerem as crescentes necessidades domésticas e do setor exportador. Ao mesmo tempo, o setor de infra-estrutura e serviços deveria crescer 8,5% ao ano, liderados pelo setor de energia, transportes e comunicações.

⁹⁵ Os investimentos deveriam dividir-se em 11,3% para o setor primário; 28,8% para o setor de mineração e agricultura e 59,4% para os setores de infra-estrutura e serviços. Haveria, portanto, um aumento de 183,6% no volume de investimentos feitos no setor de agricultura pesca e silvicultura, quando comparado com o realizado durante o Segundo Plano Quinquenal, e de 39,4% no setor de infra-estrutura e serviços.

⁹⁶ As importações de matérias primas para a indústria doméstica e a importação de bens de consumo aumentariam a uma taxa anual de 8,1% - o que comparado à taxa de 20,4% do Segundo Período evidenciam o tamanho do ajuste pretendido.

puxando o crescimento do setor manufatureiro para taxa de 21% anual (*Government of the Republic of Korea*, 1976 p. 6). Entretanto, apesar desse vigoroso crescimento das exportações, por volta de 1976 o país representava apenas 0.6% do comércio mundial. A estratégia traçada pelo governo foi então reunir esforços para diversificar produtos e mercados de destino.

No que se refere ao Quarto Plano Quinquenal (lançado em Dezembro de 1976), já foi aqui sugerida sua ousadia. Mesmo verificando a vulnerabilidade da economia a choques externos, possuía como objetivo alcançar um desenvolvimento auto-sustentado e uma posição significativa e estável na comunidade internacional: “... our goals of balanced and self-sustained national economic development, a significant and stable position in the international community, and the fullest possible social and material well-being of our nation’s citizens.” (Presidente Park Chung Hee, em mensagem de anúncio do plano em: *The Fourth Five-Year Economic Development Plan*, December, 1976).

Ao traçar o novo programa, o governo reconhecia que, dada a escassez de recursos naturais do país, era fundamental elevar a produtividade através de inovações tecnológicas a fim de continuar a crescer a elevadas taxas. Assim: “The introduction and domestic adaptation of advanced technology must therefore be encouraged. To achieve this purpose investment in research and development will be increased to one percent of GNP in 1981” (*The Fourth Five-Year Economic Development Plan*, 1976, p.12).

O quarto plano fixava como meta um crescimento anual de 9,2% em média, com o investimento atingindo em média 26,2% do PIB. A idéia era alocar fundos primariamente para setores intensivos em mão-de-obra qualificada de forma a maximizar o emprego ao mesmo tempo em que se maximizava os efeitos da geração de renda do investimento (ibidem). Priorizando setores tais como eletrônico, máquinas e equipamentos e construção naval, pretendia-se também ampliar a competitividade internacional: “During the Plan period the share of skilled labor intensive industries in total manufacturing will be increases form 15 percent to 24 percent between 1975 and 1981. As a result of this change in focus, the proportion of heavy and chemical industries to total manufacturing will increase form 42 percent to 50 percent”. (p. 11).

Comparando com os Planos anteriores, o Quarto Plano se caracteriza pela maior ênfase no setor de infra-estrutura e serviços públicos que passou a representar 76% do Investimento público (ver Tabela abaixo). No que se refere à produção de energia, aliás, deve-se atentar para o esforço de busca de fontes alternativas, incluindo a energia nuclear. Já em 1977 – e apesar da declaração do Presidente Park Hee de “will not go nuclear” (citado em Ha.

Young 1978, p. 1142) – foi criada a primeira planta de energia nuclear. Evidentemente, em se tratando de tema tão delicado em termos estratégicos e de defesa nacional para uma nação constantemente ameaçada, houve grande polêmica em torno do tema.⁹⁷

Tabela XIII

| Composição Industrial do Investimento Público | | | |
|--|---------------------------|-------------------------------|----------------------------|
| | Indústria Primária | Mineração e Manufatura | Infra-estrutura (b) |
| Primeiro Plano Quinquenal (1962-1966) | 25,7 | 20,8 | 53,5 |
| Segundo (1967-1971) | 25,9 | 13,3 | 60,8 |
| Terceiro (1972-1976) | 22,7 | 15,6 | 61,7 |
| Quarto (1977-1980-média) | 15,7 | 8,5 | 75,8 |
| Média Total | 22,9 | 14,9 | 62,2 |

Fonte: Economic Planning Board

(b) Inclui comunicações, serviços e outros (Infra-Structure and Social Overhead)

Esperava-se que as exportações e importações de commodities crescessem 16 e 12% anualmente de forma a obter um superávit comercial já em 1980. Também era esperado que a continuidade do crescimento das exportações de serviços de construção civil e turismo eliminassem gradualmente o déficit de serviços e assim o saldo de transações correntes passaria a ser positivo em 1981.

Do ponto de vista setorial, a ênfase recaiu sobre o desenvolvimento de aço, ferro, petroquímica e metais não ferrosos. Como resultado, a indústria pesada e química cresceu a elevadas taxas até o ano de 1981, quando atingiu 51,8%, enquanto as respectivas exportações atingiram 45,3% do total. Esse desenvolvimento deve ser creditado ao desempenho das indústrias de ferro, aço e construção naval, que passaram a se caracterizar por possuírem elevada qualidade e baixo custo no mercado internacional. Os investimentos nos setores de geração de energia, máquinas e equipamentos em geral, e máquinas movidas a diesel em particular, foram especialmente beneficiadas pela assistência financeira do governo. De fato, a indústria de máquinas e equipamentos crescia, em média, 2,5 vezes mais rápido do que os

⁹⁷ No mesmo ano de 1977, o Presidente Park Hee estabeleceu o *Enlarged Conference for Promotion of the Arms Industry*, que consistia em um Gabinete composto por oficiais militares e líderes industriais com objetivo de se tornar menos dependente da defesa americana. O Ministro Park Tong Jin admitiu (em 30 de junho de 1977) a possibilidade de a Coreia desenvolver armas nucleares.

demais setores manufatureiros durante os anos 1970 (Kim, Kwan, 1991, p.8).⁹⁸

A Tabela abaixo mostra a evolução dos principais indicadores macroeconômicos desde 1971 para efeitos de comparação entre os dois planos. Em primeiro lugar, há de se destacar o efeito da crise cambial de 1971 sobre o crescimento econômico. Em segundo, cabe observar a manutenção de elevadas taxas de inflação (ver coluna do deflator do PIB na tabela abaixo) durante todo o período, à exceção do ano de 1977, quando há uma redução da inflação mais significativa.

Tabela XIV
Principais Indicadores – Coréia 1971-1980

| Ano | PIB | Deflator | Transações Correntes/PIB | Termos de Troca |
|------|------|----------|-----------------------------|--------------------|
| 1971 | 8,8 | 13,4 | -8,7 | 132,7 |
| 1972 | 5,7 | 16,4 | -3,5 | 125,4 |
| 1973 | 14,1 | 13,4 | -2,3 | 102,1 |
| 1974 | 7,7 | 29,5 | -10,9 | 92,1 |
| 1975 | 6,9 | 25,8 | -9,0 | 105,1 |
| 1976 | 14,1 | 20,5 | -1,1 | 112,4 |
| 1977 | 12,7 | 15,8 | 0,0 | 117,8 |
| 1978 | 9,7 | 21,9 | -2,2 | 115,3 |
| 1979 | 6,5 | 21,1 | -6,4 | 100,0 |
| 1980 | -6,5 | 25,6 | -8,7 | 97,9 |

Fonte: Amsden, 1989, p. 56, Table 3.1

A aceleração da inflação no ano de 1974 reflete os impactos do choque do Petróleo. Embora tenha se reduzido nos dois anos seguintes, a inflação se manteve no patamar de 20%, levando o governo 1977 e 1978 a adotar medidas de aperto monetário e fiscal (corte de gastos públicos em geral e em projetos de construção, em particular). Algumas medidas no sentido da liberalização de importações também foram adotadas, ao final da década. Apesar das medidas de controle, a inflação média anual durante o período 1973-80 se situou em 21,6 %, considerando o deflator do PIB, ou 20,1 % considerando o Índice de Preços Agregado (Brown, 1973, p.20).

O final dos anos 1970, também é marcado por uma sobre-capacidade nas indústrias química e mecânica e por um sobre-aquecimento no mercado de trabalho. De fato, o desemprego cai para 3,2% em 1978 e os salários no setor manufatureiro e de exportações crescem 110,2 e 105,2% respectivamente entre 1974-75 e 1979 (ibidem). O aumento dos

⁹⁸ A indústria automotiva, que em 1962 produzia cerca de 3.000 carros e caminhões anuais, passou a receber, desde o início dos anos 1970, uma série de incentivos, incluindo suporte financeiro e elevadas tarifas para proteção. Ao final dos anos 1970, o setor havia se expandido consideravelmente.

salários se torna bem superior ao da produtividade, a taxa de crescimento do produto por unidade de insumo decresce, afetando a performance exportadora (ibidem, p.64). A Coréia perde competitividade em face ao custo unitário de trabalho dos outros Nics, como mostra a Tabela XV abaixo.

Tabela XV
Comparação Internacional do Custo Unitário de Trabalho
(em dólares)

| Economy | | | | | Média Anual |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|----------------------------|
| | 1976 | 1977 | 1978 | 1979 | Variação Percentual |
| | | | | | 1976-79 |
| Korea | 131.8 | 161.6 | 194.8 | 273.3 | 27.5 |
| Japan | 104.6 | 123.2 | 166.3 | 155.7 | 14.2 |
| Singapore | 89.3 | 88.9 | 102.1 | 100.1 | 3.9 |
| Taiwan | 104.0 | 116.8 | 122.1 | 136.2 | 9.4 |

Fonte: Korea Development Institute Estimativas em in Suh, Sang-Mok, 1992

Ao aumento dos salários, adicionam-se o efeito da sobrevalorização cambial e a escassez de crédito bancário, ferindo a rentabilidade das exportações trabalho-intensivas. De fato, a taxa de câmbio se apreciou em 23,6% entre 1973 e 1979 (Brown, ibidem). Além disso, o rápido crescimento econômico implicou, dada a escassez de recursos energéticos do país, importações maciças de petróleo. Como resultado, os déficits em conta corrente como percentual do PIB, após caírem de 9,0 %, em 1975 para praticamente zero em 1977, voltam a se acelerar ao final da década atingindo, já em 1979 (portanto antes que os efeitos da segunda crise do petróleo se manifestassem por completo), 6,4% do PIB (Tabela XVI). O quadro só não se torna mais grave por conta do crescente volume de exportações de serviços para o Oriente Médio – atividade que recebe uma grande quantidade de incentivos governamentais.

A dívida externa cresceu aceleradamente ao longo dos anos 1970 – o que longe está de ser surpreendente. De fato, o crescimento capital intensivo requer empréstimos em grande monta e, com a abundância de liquidez dada pelos petrodólares, recursos financeiros eram obtidos a baixos custos no mercado internacional. A dívida externa coreana atingiu US\$ 20 bilhões em 1979 – um aumento de nada menos do que 372% em relação ao patamar de 1973, que já não era tão baixo devido ao ciclo de endividamento dos anos 1960.

Tabela XVI

Dívida Externa Coreana, 1973-86

(bilhões de dólares)

| Dívida | 1973 | 1975 | 1977 | 1979 | 1981 |
|-----------------|------|------|------|------|------|
| Total | 4.3 | 8.5 | 12.6 | 20.3 | 32.4 |
| Dívida Líquida* | | - | 7.6 | 14.0 | 24.5 |

- Não Disponível

(*) Representa dívida externa total menos ativos estrangeiros

Fonte: Suh Sang-Mok, 1992, p.22

Em 1979, pela primeira vez desde o início do regime de Park Hee, as exportações de commodities declinam em 4% e o crescimento do PIB se desacelera para 6,5%. As insatisfações políticas se tornaram crescentes e o papel do governo na economia começou a ser questionado. Intensificam-se os movimentos em busca de uma reorientação pró-mercado e o presidente foi dramaticamente assassinado - mas isso já vai além dos limites desse artigo.

Reformas Financeiras⁹⁹

Em 3 de agosto de 1972, o governo coreano anunciou o Decreto Presidencial para a Estabilidade Econômica e Crescimento – buscando conciliar objetivos considerados, em geral, conflitantes na macroeconomia moderna. O Box II abaixo resume as medidas.

Box II

Decreto de Agosto de 1972 – Medidas

- Todos os contratos de empréstimos foram anulados e substituídos por novos. Aos tomadores foi permitido pagar seus débitos em um período de cinco anos – a contar a partir de 1975 – a uma taxa mensal de 1,35%, taxa bastante inferior às normalmente praticadas naquele mercado. Havia a opção para os emprestadores de transformarem seus créditos em ações das firmas devedoras.
- Alguns dos empréstimos de curto prazo a elevadas taxas foram substituídos por empréstimos de longo prazo a juros de 8% ao ano repagáveis sobre um período de cinco anos – começando a ser pagos também após 1975.
- Estabelecimento de um fundo de garantia de crédito para pequenas e médias empresas e para os negócios de agricultura e pesca com fundos do governo. Este fundo permitia ao sistema bancário fazer empréstimos até 10 vezes maiores do que o valor do fundo sem requerimento de colaterais.
- Estabelecimento de um fundo de racionalização para a indústria para ser usado como uma fonte de recursos de longo prazo, a juros módicos para as firmas que passassem nos critérios do governo.
- Uma redução geral dos juros nas instituições financeiras foi realizada nos depósitos a prazo que passaram para 12,6%, enquanto as taxas cobradas sobre empréstimos de um ano passaram de 19% para 15,5 %.

⁹⁹ As informações contidas nessa seção, salvo explicitamente indicadas, foram obtidas em Cole and Park, 1983, diversos capítulos. Como se trata de uma descrição de reformas, o texto aparece bastante fiel ao original.

Conforme explicitado no Box acima, uma das principais medidas do novo decreto foi uma significativa redução dos juros. De fato, em 1971, antes do Decreto, as taxas de juros reais médias eram de 12,3%, quando deflacionadas pelo Índice de Preços do Atacado e 8,5% quando descontado o deflator do PIB. Em 1972, elas caíram para 1,7 e 0,1%, respectivamente – se tornando freqüentemente negativas nos anos subseqüentes, como mostra a Tabela abaixo. A mesma também mostra que a diferença entre as taxas de juros nominais praticadas no setor informal (*Curb Market*) e aquelas oferecidas no setor formal permaneceu entre 20 a 25 pontos percentuais ao longo do período que se estende entre 1971 e 1978.

Tabela XVII

Evolução dos juros e outros rendimentos 1960-1978 (%)

| | Taxa de juros nominal nos depósitos a prazo e de poupança | Índice de preços no atacado (1970=100) (a) | Taxa de juros real (b) | Taxa de juros real (c) | Taxa de juros do Mercado informal (Curb-Market) (d) | Dividendos + ganhos de capital (e) | Taxa de retorno nos debêntures públicos (e) | Índice Seul para Valor da Terra (1963=100) (f) | Taxa de Variação no Índice Seul para Valor da Terra |
|------|---|--|------------------------|------------------------|---|------------------------------------|---|--|---|
| 1971 | 22,2 | 45,7 | 12,3 | 8,5 | 46,3 | 53,8 | 28,4 | 1.860 | 28,7 |
| 1972 | 15,7 | 52,0 | 1,7 | 0,1 | 38,9 | 124,5 | 19,2 | 1.966 | 5,7 |
| 1973 | 12,6 | 55,6 | 5,3 | -0,7 | 39,2 | 50,2 | 17,0 | 1.997 | 1,6 |
| 1974 | 14,8 | 79,0 | -19,3 | -11,8 | 37,6 | 4,1 | 4,1 | 2.610 | 30,7 |
| 1975 | 15,0 | 100,0 | -9,2 | -7,1 | 41,3 | 45,9 | 45,9 | | |
| 1976 | 15,5 | 122,1 | 3,0 | -2,6 | 40,5 | 12,8 | 12,8 | | |
| 1977 | 16,2 | 122,2 | 6,6 | 0,7 | 38,1 | | | | |
| 1978 | 16,7 | 136,5 | 4,5 | -1,8 | 41,7 | | | | |

Fonte: Cole and Park, 1963. P.272.

Notas: (a) Banco Central Coreano (BOK)

(b) Deflacionado pelo Índice de Preços ao Atacado (a)

(c) Deflacionado pelo Deflator do PIB

(d) De acordo com informações prestadas pelo Banco Central Coreano (BOK)

(e) Nam, W., 1977, p. 17

(f) Mills, S. e Song, K., 1979

Ao analisarmos a opção de política econômica de retorno à prática de juros baixos durante os anos 1970 devemos considerar (além do temor de uma crise financeira subseqüente à crise cambial – crises gêmeas – como sugerido na introdução desta Parte III) que: 1) na perspectiva do governo, a elevação do custo do capital combinada à elevação das taxas de juros (1971) proveriam ainda um elemento de pressão inflacionária de custos, o que afetaria ainda mais a já declinante competitividade exportadora no mercado internacional (e, portanto, o modelo *export-led* de desenvolvimento); 2) no início dos anos 1970 (como vimos) o governo coreano resolveu mudar a ênfase do crescimento de setores intensivos em mão-de-

obra para setores intensivos em capital – o que a juros elevados como os experimentados na segunda metade dos anos 1960 seria impraticável; 3) o governo estava convencido de que a confiança do público já estava consolidada, de forma que a poupança se tornaria mais dependente da renda e menos dos juros, que poderiam ser reduzidos de forma segura; 4) acreditava-se igualmente que a taxa de inflação iria declinar passado os efeitos mais imediatos da desvalorização – o que resultaria em juros, embora mais baixos do que os praticados no período anterior, positivos (isto não se verificou, como indicaremos); 5) o setor informal financeiro, a despeito da subida dos juros de 1965, continuava a crescer o que agravava o impacto dos juros sobre as firmas endividadas (Cole and Park, pp. 162-164).

Cabe aqui ressaltar que o último ponto levantado não deve ser menosprezado. O governo tinha grande resistência em lidar com a existência de um amplo setor informal de crédito. Isto porque não apenas esse não coletava taxas e impostos e reduzia a eficácia da política monetária, mas, sobretudo, porque era excessivamente “livre” para alocar os recursos onde quisesse, contrariando a própria natureza do regime de elevado controle das finanças praticado na Coreia.¹⁰⁰

A época em que o Decreto foi lançado, o volume de empréstimos concedidos pelo setor informal representava aproximadamente 80% da oferta de moeda. O amplo escopo de atuação do mercado informal de crédito sugere que se tratava de um segmento fundamental de fonte de recursos e que, portanto, a economia deveria sofrer um forte abalo pela sua redução. Os efeitos do Decreto foram, todavia, compensados (ou tiveram seus efeitos encobertos) por fatos econômicos que o sucederam:

“The disorganization of the Unregulated Financial Markets could have had more serious repercussions for the economy in the following years, had there not been offsetting factors that precipitated a rapid expansion of the economy. Beginning from the fourth quarter of 1972, due in part to a 25 percent depreciation of the won vis-à-vis the yen, exports skyrocketed, and in 1973 expanded by 90 percent. The economy grew by 16,5% in 1973, the highest rate of growth in the nations history. The sudden increase in exports lifted the economy out of the mild slowdown in 1971 and 1972, and more than offset the effects of the disruption of the credit system. Then the oil crisis and the world wide recession and inflation hit the economy. A worsening balance-of-payment situation and speculation on imported raw materials in the early part of 1974 brought about a substantial credit squeeze in the Regulated Financial

¹⁰⁰ “Given the very tight rein exercised by government over all other parts of the financial system, it was disturbing to have these entities about which so little was even known playing such an active role in the day-to-day financial activities of the country. Because little was known, there was a tendency to attribute all kinds of sinister acts to these institution and thus to build up an argument for their suppression or regulation.” (ibidem, p. 158)

Market. With this signal, borrowers and lenders started getting together, as conspicuously as before the Decree” (Cole and Park, 1983, p. 167)

Algumas observações devem aqui ser feitas sobre o mercado informal de crédito coreano:

- 1) Do total de crédito oferecido no mercado informal, um terço correspondia a empréstimos de corporações para si mesmas, devido a uma distorção fiscal existente.
- 2) Cerca de 30% dos empréstimos realizados no mercado informal de crédito eram isentos de quaisquer colaterais e as taxas de juros mensais cobradas variavam entre 2,0 a 2,5%, em média.
- 3) Existia grande concentração de transações em áreas urbanas: cerca de 80% do total de empréstimos eram concedidos nas cidades de Seul e Pusan.
- 4) Os juros pagos nos fundos emprestados no mercado informal podiam ser usados como custos a serem abatidos dos lucros, cuja tributação era de 40%, enquanto as rendas provenientes de juros ganhos, por exemplo, com depósitos bancários estavam sujeitos a uma alíquota perto de 10%.
- 5) Do total de 9000 empresas de sociedade aberta (*Corporate*), apenas 42% pagavam impostos sobre rendas de juros; e, das 500 mil empresas de sociedade fechada, apenas 2% do total pagavam esse tipo de impostos sugerindo ampla evasão fiscal.
- 6) Diferente do que ocorre com outros países, o mercado informal coreano atendia tanto a empresas de pequeno como de médio porte, sendo o valor unitário dos empréstimos situado num amplo intervalo que ia de valores inferiores a \$ 3 milhões de won até empréstimos que ultrapassavam \$ 100 milhões.

Antes do lançamento do Decreto de Agosto, o governo coreano fez uma ampla pesquisa para determinar as principais características do mercado informal. Os resultados, porém, variavam completamente se essa fosse respondida pelos tomadores de empréstimos ou pelos ofertantes, tornando as análises difíceis de serem feitas com rigor.¹⁰¹ A distribuição

¹⁰¹ Por exemplo, de acordo com os ofertantes de crédito, o valor dos empréstimos abaixo de 3 milhões de won somavam 114,25 bilhões – enquanto segundo os tomadores de crédito este valor era de 24,75 bilhões. Já os empréstimos acima de 100 milhões foram reportados pelos emprestadores como somando 64,55 bilhões – enquanto para os tomadores alcançavam a cifra de 182,98 bilhões.

setorial dos empréstimos reveladas pela pesquisa era bastante similares àquelas verificadas no mercado formal de crédito – sugerindo uma complementaridade entre os dois mercados (ver Tabela XVIII). Ao mercado informal, caberia conceder créditos de curto prazo, enquanto os de longo prazo seriam fornecidos pelo mercado formal para os *Chaébols* e de acordo com objetivos de desenvolvimento traçados pelo governo coreano.

Tabela XVIII
Empréstimos por indústria

| | Crédito Informal Setores em Agosto, 1972 | | Bancos comerciais no final de Junho, 1972 | | Saldo nos "Deposit Money Banks" e no "Korea Development Bank" no fim de julho 1972 | |
|--|---|------------------|---|-----------------|--|------------------|
| | Quantia | % | Quantia | % | Quantia | % |
| Extração mineral | 8,8 | 2,5 | 20,82 | 3,2 | 34,14 (11,32) (c) | 4.2 |
| Manufaturas | 195,5 | 56,6 | 414,87 | 64,2 | 487,55 (72,68) | 59.3 |
| Construção | 26,2 | 7,6 | 59,77 | 9,3 | 71,44 (11,67) | 8.7 |
| Comércio | 42,7 | 12,4 | 58,6 | 9,1 | 60,51 (1.91) | 7.1 |
| Transporte, armazenamento e comunicação | 17,5 | 5,1 | 23,4 | 3,6 | 39,86 (16,46) | 4.8 |
| Eletricidade, gás e água | - | 0 | 7,3 | 1,1 | 63,2 (55,90) | 7.6 |
| Serviços | 27,9 | 8,1 | 42,29 | 6,5 | 42,47 (0,18) | 5.2 |
| Outros | 27 | 7,8 | 18,7 | 3 | 23,39 (d) (4,69) | 2.8 |
| Total | 345,6 | 100,0 (b) | 645,75 | 100,0(b) | 822,56 (b) | 100.0 (b) |

Fonte: Cole and Park, 1963. P.166.

Observações: (a) Para fins de comparação, empréstimos para agricultura, silvicultura, pesca e caça por bancos comerciais e bancos especiais foram excluídos do total. Como apenas as firmas comerciais licenciadas eram requisitadas a reportar os empréstimos informais, é razoável assumir que a maioria dos empréstimos para essas indústrias não era reportada e que essas quantias são insignificantes.

(b) Não soma de 100 devido a arredondamentos.

(c) Os dados entre parênteses referem-se ao KDB

(d) Inclui as remunerações do Citizens' National Bank

Do ponto de vista prático, os efeitos imediatos do Decreto de Agosto foram: o desaparecimento virtual do mercado informal e uma grande transferência de recursos dos emprestadores para os tomadores de crédito. Cerca de um ano depois, porém, o sistema informal começou a surgir novamente em virtude da crise do petróleo:

In retrospect, it appears that the Decree succeeded in achieving none of the objectives or which it was designed. It had very little impact on the recovery and subsequent expansion of the economy ... Within a year, most of the indicators measuring the soundness of business financial structures profitability, and other management efficiency began to deteriorate and

returned to the levels that had prevailed before the Decree, as business presses ahead with large-scale debt financing of new investment, and the government arranged for massive external borrowing to cover the increased energy and other production costs of private sector” (Cole and Park, 1983, p. 167)

No que se refere explicitamente ao desenvolvimento do sistema financeiro o decreto não parece ter produzido, de fato, grande mudança. Analisando a evolução do sistema pelas taxas de expansão dos agregados monetários, verificamos que não há importantes discontinuidades após sua aprovação. Por outro lado, a aceleração inflacionária verificada ocorre somente após 1974, portanto, de forma coerente com o novo choque do Petróleo e a despeito de qualquer influência do Decreto (Ver Tabela abaixo). A Tabela abaixo também mostra que enquanto os juros nominais permanecem relativamente constantes após o ano de 1972, mas que os juros reais se mostram bastante voláteis.

Tabela XIX
Desenvolvimento Financeiro, Inflação e Taxas de Juros

| <i>Ano</i> | <i>M1/PIB</i> | <i>Quase Moeda/PIB</i> | <i>M2/PIB</i> | <i>Varição Índice de Preços por Atacado</i> | <i>Varição Índice de Preços ao Consumidor</i> | <i>Taxas de juros nominais em depósitos com 1 ano de duração</i> | <i>Taxa de Juros dos Depósitos reais *</i> |
|------------|---------------|------------------------|---------------|---|---|--|--|
| 1971 | 10,9 | 22,2 | 8,8 | 8,8 | 13,4 | 22,0 | 13,2 |
| 1972 | 13,0 | 23,3 | 5,7 | 13,8 | 11,7 | 15,0 | 1,2 |
| 1973 | 14,3 | 24,3 | 14,7 | 6,9 | 3,2 | 12,6 | 5,7 |
| 1974 | 13,0 | 20,5 | 7,5 | 42,1 | 24,3 | 15,0 | -27,1 |
| 1975 | 12,3 | 20,1 | 7,0 | 26,6 | 25,3 | 15,0 | -11,6 |
| 1976 | 11,8 | 19,8 | 14,2 | 12,1 | 15,3 | 15,6 | 3,5 |
| 1977 | 13,0 | 21,5 | 10,6 | 9,0 | 10,1 | 15,8 | 6,8 |
| 1978 | 12,2 | 22,6 | 12,5 | 11,7 | 14,4 | 16,9 | 5,2 |

Fonte: Cole and Park, 1983. P.230.

Observação: *Ajustado segundo a taxa de variação dos preços a atacado.

No que se refere à participação do sistema bancário na economia, os bancos comerciais aumentaram ligeiramente sua participação até 1974, quando avaliados pela participação nos depósitos a prazo sobre o total desses depósitos da economia. A partir deste ano, porém, parece ter ocorrido um aumento da preferência do público por depósitos nos

chamados “bancos especiais”, voltados para segmentos considerados prioritários pelo governo, conforme explicita a Tabela XX.

Tabela XX

Valores e percentuais dos depósitos totais em diversos tipos de bancos 1965-1978 (bilhões de won)

| | 1970 | | 1971 | | 1972 | | 1973 | | 1974 | |
|---|----------|-------|----------|-------|----------|-------|----------|-------|---------|-------|
| | Valor | % | Valor | % | Valor | % | Valor | % | Valor | % |
| PNB a preços correntes de mercado | 2.675,44 | | 3.276,20 | | 4.002,20 | | 5.199,10 | | 7.279,6 | |
| Participação % do total de depósitos bancários no PNB | | 29,5 | | 29,8 | | 33,1 | | 33,7 | | 28,9 |
| Total de depósitos bancários | 788,1 | 100,0 | 976,9 | 100,0 | 1.323,8 | 100,0 | 1.753,5 | 100,0 | 2.107,5 | 100,0 |
| Bancos comerciais | 505,4 | 64,1 | 635,7 | 65,1 | 892,4 | 67,4 | 1.179,2 | 67,2 | 1.408,1 | 66,8 |
| Nacional | 467,1 | 59,3 | 574,8 | 58,8 | 787,2 | 59,5 | 1.018,0 | 58,1 | 1.192,8 | 56,6 |
| Local | 32,8 | 4,2 | 54,4 | 5,6 | 93,3 | 7 | 144,2 | 8,2 | 197,8 | 9,4 |
| Bancos estrangeiros | 5,5 | 0,7 | 6,5 | 0,7 | 11,9 | 0,9 | 17 | 1 | 17,5 | 0,8 |
| Bancos especializados | 282,7 | 35,9 | 341,2 | 24,9 | 431,4 | 32,6 | 574,4 | 32,8 | 699,4 | 33,2 |
| MIB | 58,3 | 7,4 | 70,8 | 7,2 | 88,2 | 6,7 | 113,8 | 6,5 | 130,4 | 6,2 |
| CNB | 80,1 | 10,2 | 100,7 | 10,3 | 127,8 | 9,7 | 166,8 | 9,5 | 199,1 | 9,4 |
| KEB | 28,3 | 3,6 | 32,5 | 3,3 | 44,4 | 3,4 | 72,3 | 4,1 | 84,0 | 4,0 |
| KMB | 16,2 | 2,1 | 23,1 | 2,4 | 31,3 | 2,4 | 43,1 | 2,5 | 53,3 | 2,5 |
| Cooperativas agrícolas | 95,6 | 12,1 | 4,9 | 0,5 | 6,6 | 0,5 | 9,7 | 0,6 | 15,0 | 0,7 |
| Cooperativas de pesca | 4,2 | 0,5 | 109,2 | 11,2 | 133,2 | 10,1 | 168,7 | 9,6 | 217,4 | 10,3 |

(continuação)

| | 1975 | | 1976 | | 1977 | | 1978 | |
|---|---------|-------|----------|-------|----------|-------|----------|-------|
| | Valor | % | Valor | % | Valor | % | Valor | % |
| PNB a preços correntes de mercado | 9.644,2 | | 13.051,3 | | 16.652,4 | | 22.255,7 | |
| Participação % do total de depósitos bancários no PNB | | 28,8 | | 27,8 | | 31,6 | | 33,7 |
| Total de depósitos bancários | 2.779,1 | 100,0 | 3.688,1 | 100,0 | 1.237,8 | 100,0 | 7.589,0 | 100,0 |
| Bancos comerciais | 1.923,3 | 69,2 | 2.495,4 | 67,7 | 3.474,1 | 65,1 | 4.840,6 | 63,7 |
| Nacional | 1.610,2 | 57,9 | 2.054,9 | 55,9 | 2.865,0 | 53,7 | 4.003,8 | 52,8 |
| Local | 283,5 | 10,2 | 397,5 | 10,8 | 550,6 | 10,3 | 745,1 | 9,8 |
| Bancos estrangeiros | 29,5 | 1,1 | 43,0 | 1,2 | 58,5 | 1,1 | 9,7 | 1,2 |
| Bancos especializados | 855,9 | 30,8 | 1.192,7 | 32,3 | 1.863,7 | 34,9 | 2.748,4 | 36,2 |
| MIB | 158,4 | 5,7 | 203,9 | 5,5 | 310,8 | 5,8 | 481,7 | 6,3 |
| CNB | 239,0 | 8,6 | 341,4 | 9,3 | 544,2 | 10,2 | 795,9 | 10,5 |
| KEB | 109,9 | 4,0 | 161,2 | 4,4 | 287,9 | 5,4 | 402,9 | 5,3 |
| KMB | 66,2 | 2,4 | 95,8 | 2,6 | 193,8 | 3,6 | 313,9 | 4,1 |
| Cooperativas agrícolas | 260,3 | 10,4 | 356,7 | 9,7 | 474,5 | 8,9 | 675,3 | 8,9 |
| Cooperativas de pesca | 22,1 | 0,8 | 34,7 | 0,9 | 52,5 | 1,0 | 78,7 | 1,0 |

Fonte: Cole and Park, 1963. P.68,70.

Cabe agora avaliar o ocorrido no sistema não bancário. De fato, um outro conjunto de reformas financeiras realizadas nos anos 1970 corresponde a políticas adotadas para fomentar justamente o mercado de capitais. A rigor, medidas começaram a ser tomadas já em 1968, tais como descontos para aquisição de ações, ao mesmo tempo em que se desincentivava a demanda por outros ativos financeiros (sobretudo imóveis ou aplicações no mercado informal)¹⁰². Foram encontradas igualmente maneiras de criar ganhos de capital de curto

¹⁰² For example: “In order to discourage real-estate investment, capital gains on designated types of land were taxed at the heavy rate of 50 percent starting in 1968. These regulations were further tightened in 1974, when property and acquisition tax rates for idle land and luxury dwellings were again raised. As a result, land prices rose only moderately during 1969-1973 (with the exception of 1971), a fact that no doubt contributed to the expansion of the demand for securities”. (Cole and Park, 1983, p.89)

prazo. Por exemplo, o preço das novas emissões ficava deliberadamente abaixo do valor de mercado de forma que quando essas ações iam para o mercado secundário, os preços subiam vertiginosamente. Essas práticas, entretanto, geravam distorções.

Do lado da oferta, as firmas simplesmente não tinham incentivos para se tornarem públicas (sociedades abertas) devido à prática da subvalorização no lançamento primário. Algumas vezes, tornavam-se empresas de capital aberto, mas os próprios proprietários compravam a maioria das ações lançadas; outras vezes diluíam o valor dos papéis antes de oferecerem novas emissões. Do outro lado do mercado, ao contrário, existia um excesso de demanda com conseqüentes movimentos especulativos, bolhas e, freqüentemente, negociações (ilegais) prévias antes de lançar o papel na Bolsa Coreana (p. 87).

“The Korean capital market, though it grew rapidly after the mid-1960s, still lacked depth, breadth, and resiliency. In order to protect investor in this immature market, government intervention has been extensive. Frequent intervention, however, led to a new source of uncertainty, causing inexperienced investor to leave the market disillusioned, and inducing many investors to speculate merely on the timing and degree of expected intervention ... Major tools used by the authorities to stabilize the stock market have included changing credit availability for margin transactions and urging institutional investor to buy or sell specific stocks in a stabilizing manner. Investor may borrow money from securities companies to buy stocks or may borrow stocks to sell them. These margin transactions increase demand and supply and thus stimulate the circulation of equity shares. Furthermore, unusual and erratic swing in a stock price could, to a great extent, be damped by the supplementary and adjustment role played by transactions on credit. Margin transactions have, however, other side effects. Only investor closely connected with securities companies have access to the limited credit. These investors could manipulate prices in order to obtain short-run speculative gains”. Idem, p. 96.

A bem dizer, o crescimento do mercado de capitais foi lento até os anos 1970 (exceto pelo ano de 1967). Foi somente a partir de 1971 que o valor de mercado das ações ultrapassou o valor em que haviam sido lançados (ver Tabela XXI).

A partir de 1974 esforços foram intensificados e um plano para aumentar a oferta de ações entrou em vigor (ver Box III). Todavia, seguiu-se ao lançamento um movimento especulativo que tornou o mercado excessivamente volátil. Visando tornar o mercado mais confiável, foi criado o *Securities Supervisory Board* em 1977. Ao mesmo tempo, criou-se um sistema para garantir a auditoria das corporações listadas em bolsa, assim como medidas foram tomadas no sentido de melhorar o sistema de subscrição de ações. Passou-se a exigir registro formal de todas as empresas que desejavam abrir seu capital e as corporações não

listadas que desejassem vender ações foram convidadas a se fundirem com uma firma já listada para ampliar o controle sobre as operações no mercado.

Tabela XXI

Preço de Ações e Dividendos 1972-1978

| Índice Anual de Preço das ações | | | | | | | | |
|---------------------------------|--|-----------|-------------|-----------|------------------|------------------|----------------------------------|-----|
| Preço das Ações | Médias e Intervalo (primeiro dia de negócios do ano = 100) | | | Dividendo | Títulos Públicos | Títulos Privados | <i>Ganhos com Preço de ações</i> | |
| | Média | Intervalo | Juro (%) | | Juro (%) | Razão | | |
| 1972 | 162.1 | - | - | 13.8 | 18.7 | 22.9 | - | - |
| 1973 | 308.5 | - | - | 7.5 | 16.6 | 20.0 | - | - |
| 1974 | 303.4 | 105.4 | 95.3-118.5 | 13.7 | 21.0 | 21.0 | 4.8 | 4.8 |
| 1975 | 337.1 | 126.0 | 100.0-142.9 | 13.7 | 21.1 | 20.3 | 5.3 | 5.3 |
| 1976 | 414.1 | 109.9 | 100.0-115.8 | 12.7 | 21.6 | 20.4 | 6.6 | 6.6 |
| 1977 | 437.1 | 113.5 | 100.0-137.0 | 14.2 | 20.7 | 20.1 | 5.9 | 5.9 |
| 1978 | 573.8 | 118.0 | 100.0-129.8 | 12.9 | 21.6 | 21.1 | 5.9 | 5.9 |

Fontee: Cole and Park, p.99

Box III

Medidas para fomentar o Mercado de capitais (após 1968)

1. Aprovação da Lei para Fomentar o Mercado de Capitais – 1968.
2. Criação do *Korea Investment Corporation* (KIC) em 1968 para que esse se tornasse o distribuidor das novas ações e títulos – o KIC foi dissolvido em 1976.
3. O KIC também gerenciava os *Securities Investment Trusts*, criados em 1970, e atuava também no sentido da estabilização do preço das ações. Os *Securities Investment Trust* eram utilizados para atrair pequenos poupadores e contribuir para o desenvolvimento do mercado acionário.
4. Foi dada a oportunidade aos empregados regulares das firmas (exceto executivos) de subscrever ações até um limite de 10% das novas ações emitidas ou 10% referentes a ações já existentes e novas ações lançadas após 1972.
5. Ações do governo podiam ser vendidas a taxas abaixo do mercado para o público em geral, oficiais do governo ou funcionários públicos e as ações transacionadas em bolsa podiam ser usadas como garantias para contratados entre o governo central e o governo local ou junto a empresas estatais.
6. Incentivos fiscais foram importantes instrumentos para incentivar as firmas a lançarem ações em bolsa. Uma redução da base a ser tributada das empresas de capital aberto foi permitida até 1976, de acordo com a proporção do capital levantado em relação ao existente pré-1975.
7. Tratamento tributário favorável foi também concedido para o investimento em ações. Isenção tarifária foi aplicada para pequenos acionistas que tivessem menos de 3% do total das ações da firma assim como sobre os juros ganhos em títulos vendidos ao público através de instituições e mantidos por investidores cuja carteira contasse com menos de 10% dos títulos ofertados. Mesmo as rendas de dividendos dos grandes investidores eram taxadas em 5%, uma taxa muito menor do que os 20% aplicados sobre empresas sem ações em bolsa (*closed corporations*).
8. Em 1974, o governo preparou um plano para um lançamento conjunto de ações entre a *Investment Corporation*, grandes firmas, bancos e companhias de investimento, seguradoras e financeiras a fim de estimular a emissão de ações.

Ao longo do período 1967-1978, o número de companhias listadas em Bolsa subiu de 24 para 356, tendo o maior crescimento ocorrido após 1972 com a criação da *Inducement Law*. O número de investidores cresceu de 33 mil para 963 mil. Ainda assim, o governo e os investidores institucionais possuíam a maior (e crescente ao longo do tempo) fatia do mercado. De fato, em 1977, 54% das ações listadas em bolsa ainda pertenciam ao governo e a entidades públicas, bancos, companhias de seguro e outras entidades legais.

No caso específico do mercado de títulos públicos, os preços permaneceram relativamente estáveis a partir de 1967, mas os principais demandantes eram instituições financeiras controladas pelo governo, já que os cupons pagos eram baixos. O *turnover* permaneceu também baixo durante todo o período 1969-1975, em 0,08. Diferentemente do mercado de ações, onde importantes incentivos fiscais foram concedidos, o mercado secundário de títulos do governo recebeu menos incentivos o que contribuiu para que permanecesse pouco desenvolvido – e pouco atraente. Evidentemente, a elevada e volátil inflação também prejudicava o mercado de títulos já que implicava em juros reais frequentemente próximos de zero ou mesmo negativos.

Considerando os anos 1970 como um todo, houve uma desaceleração do crescimento de diversos indicadores de desenvolvimento financeiro. Os ativos bancários, por exemplo, cresceram a taxas bem inferiores às do período prévio. Em contrapartida, outros ativos financeiros tais como ações se multiplicaram. Devido a diversos esforços do governo, o mercado de capitais deixou de ser marginal no financiamento do desenvolvimento.

Apesar de algumas flutuações verificadas no crescimento dos ativos financeiros ao longo dos anos 1970 (em grande medida relacionados aos choques verificados no período), o crescimento econômico permaneceu acima de 10% na média. O crescimento do estoque de ativos financeiros cresceu a uma taxa de 14,7% ao ano - tendo este crescimento sido de 25% no período 1965-1969.

PARTE IV - Discutindo a teoria de repressão financeira através do caso coreano

“The ideas of economists and political philosophers, both when they are right and when they wrong, are more powerful than is commonly understood ... practical men who believe themselves to be quite exempt from any intellectual influences are usually slaves of

some defunct economist” (Keynes, 1936, p.483-484)

Pelo apresentado na Parte II deste artigo foi sugerido ao leitor que a dramática elevação dos juros realizada pelo governo teve, ao menos no curto prazo, o mérito de aumentar a poupança do país (medida como a variação do estoque de depósitos a prazo e de poupança) e o crescimento econômico. Será que a Coréia confirma a teoria da repressão financeira segundo a qual a elevação dos juros para patamares reais significativos induz ao aumento da poupança e conseqüente crescimento econômico? Esta Parte do artigo dedica-se a discutir a Reforma de 1965 e suas implicações para a economia coreana. Começemos por alguns dados.

Considerando todo o período em que as taxas de juros reais permaneceram elevadas (de setembro 1965 e de dezembro 1971), o valor real de depósitos a prazo e de poupança foi de quase dezesseis vezes seu nível inicial. Relativamente, elevaram-se de um patamar de 3% do PIB em setembro de 1965 para 20% ao final de 1968, e a 27% ao fim de 1971. Houve igualmente uma mudança na preferência do público na direção dos depósitos a prazo e de poupança em detrimento da demanda por meios de pagamento (depósitos à vista mais moeda corrente).

Tabela XXII

| Taxa de Juros Anual Média, Depósitos a Prazo e de Poupança, Empréstimos e Oferta de Moeda (a) | | | | | | | | | | |
|---|---|------------------------|---|---|---|--|--|--|---|-------|
| Taxa de Juros Nominal em Depósitos de Longo Prazo (1) | Deflator do PNB, índice de preços, variação anual (2) | Taxa de Juros Real (3) | Money Supply, 1965 prices (c) - Variação Percentual (4) | Time and Savings Deposits, 1965 prices (c,d) - Change (5) | Depósitos a Prazo e de Poupança, como percentual da Oferta de Moeda (6) | Variação dos Depósitos a Prazo e de Poupança, como Variação na Oferta de Moeda (7) | Variação Percentual na Oferta de Moeda + Depósitos a Prazo e de Poupança, a preços de 1965 (8) | Empréstimos Bancários a preços de 1965 (c) Variação Percentual (9) | Variação nos Depósitos a Prazo e de Poupança como percentual dos empréstimos bancários (10) | |
| 1957 | 12.0 | 19.2 | -7.2 | 0.7 | -5.8 | 10.3 | 6.7 | 0.1 | - | - |
| 1958 | 12.0 | -0.5 | 12.5 | 28.8 | 36.6 | 11.0 | 13.1 | 29.7 | 25.3 | 22.7 |
| 1959 | 11.2* | 2.1 | 9.1 | 33.2 | 50.1 | 12.3 | 16.2 | 34.8 | 2.6 | 202.2 |
| 1960 | 10.0 | 9.1 | 0.9 | 0.1 | 11.9 | 13.7 | 29.4 | 1.4 | 11.8 | 24.7 |
| 1961 | 12.1 | 15.5 | -3.4 | 3.8 | 5.9 | 14.0 | 15.4 | 4.1 | 2.6 | 30.7 |
| 1962 | 15.0 | 13.4 | 1.6 | 20.2 | 168.6 | 31.3 | 78.9 | 38.4 | 66.3 | 59.4 |
| 1963 | 15.0 | 28.2 | -13.2 | -16.6 | 14.2 | 43.8 | 224.3 | -8.7 | -2.5 | 82.2 |
| 1964 | 15.0 | 32.0 | -17.0 | -15.8 | -16.3 | 42.6 | 32.2 | -16.5 | -17.8 | 46.5 |
| 1965 | 18.8* | 7.6 | 11.2 | 15.0 | 25.9 | 46.6 | 63.5 | 18.3 | 13.1 | 80.5 |
| 1966 | 30.0 | 12.9 | 17.1 | 16.0 | 111.0 | 84.9 | 208.6 | 46.2 | 34.2 | 148.6 |
| 1967 | 30.0 | 10.5 | 19.5 | 25.3 | 80.6 | 122.3 | 219.3 | 50.7 | 45.2 | 142.6 |
| 1968 | 27.6 | 12.0 | 15.6 | 18.4 | 99.6 | 206.3 | 464.5 | 63.1 | 60.9 | 166.0 |
| 1969 | 23.8* | 12.1 | 11.7 | 15.3 | 41.6 | 253.2 | 413.4 | 33.0 | 63.7 | 94.0 |
| 1970 | 22.8 | 14.2 | 8.1 | 29.5 | 14.2 | 223.3 | 160.6 | 18.5 | 26.3 | 79.4 |
| 1971 | 21.6* | 11.0 | 10.6 | 10.7 | 16.9 | 235.8 | 291.0 | 15.0 | 20.2 | 93.1 |

Source: Brown, 1973, Table 19, p. 180

Notas:

- Todos os dados são médias anuais. Não devem ser confundidos com dados de final de ano.
- Estas são taxas anuais médias para depósitos de maturidade de 12 meses, à exceção do período entre setembro de 1965 e outubro de 1968, quando a maturidade máxima era de 18 meses. São calculados por juros simples, ao invés de juros compostos, porque esta era a praxe da época.
- Deflacionado pelo deflator do PIB, 1965 = 100
- Depósitos a prazo e de poupança (Time and Savings Deposits) incluem depósitos do KDB e das casas de poupança (Money Trust Deposits).
- Representa taxas médias anuais.

Olhando a coluna dos depósitos a prazo e de poupança como percentual da oferta de moeda (colunas 6 na Tabela XXII), vemos que estes aumentaram de um valor inferior a metade da oferta de moeda (47 por cento em setembro 1965) para mais do que o dobro (236 por cento) no fim de 1971. Houve uma nítida mudança nas preferências do público sob a forma de reter recursos financeiros. Durante o período 1956-1964, o público ocupava 34% do incremento dos recursos líquidos totais (meios de pagamento mais depósitos de poupança) em depósitos a prazo e de poupança; mas durante o período 1965-1969 esta proporção elevou-se para 76% (Brown, 1973, pp. 180-183).

No que se refere ao comportamento da inflação, os juros domésticos tiveram um efeito dúbio. Por um lado, serviram para criar pressões inflacionárias, na medida em que atraíram grandes volumes de capital estrangeiro que pressionavam a base monetária. Por outro, induziram um aumento na demanda por depósitos a prazo e de poupança desviando recursos que iriam para o consumo (este ponto requer uma análise mais detalhada – mas aceitemos a proposição por enquanto). Ou seja, um efeito jogava contra o outro de sorte que o aumento da oferta de moeda (causado pela pressão das reservas) era contrabalançado pela redução do crédito líquido ao setor privado. A rigor, o efeito líquido final foi negativo, na medida em que se observa (olhando pelo lado dos ativos bancários) que os empréstimos cresceram, porém menos do que os depósitos a prazo e de poupança.

Além disso, ainda no tocante ao tema inflação, o comportamento dos preços e da base monetária sugere que o chamado impacto inflacionário por pressão de custos (proveniente do aumento dos juros, que é um custo financeiro para as empresas) não foi expressivo. A variação dos preços em cada ano foi menor do que o que seria esperado com base no crescimento da oferta de moeda e do PIB – o que significa que houve um declínio na velocidade de circulação da moeda. De fato, esta caiu de 14,1 em 1965 para 11,4 em 1968 e 9,7 em 1970 (Brown, idem, p. 208). Todavia, a política de manutenção de uma taxa de câmbio realista parece ter prevenido a perda de competitividade comum em regimes de câmbio administrado em que a inflação doméstica supera a internacional.

- Será que a Coreia confirma a teoria da repressão financeira?

Antes de respondermos a essa pergunta, algumas considerações iniciais devem ser feitas. Primeiramente, deve-se observar que nos anos imediatamente anteriores a reforma dos juros (entre 1959 e 1964) a inflação coreana estava se acelerando. Neste contexto, expectativas sobre o nível de preço ou sobre as taxas de retorno dos ativos financeiros eram

extremamente voláteis, tornando a incerteza, de forma geral, proeminente e deprimindo a demanda por depósitos a prazo e de poupança (uma vez que estes não eram ativos indexados). Na realidade, não apenas a inflação era alta, mas volátil, tornando as taxas de juros reais igualmente instáveis e freqüentemente negativas, como ocorreu, inclusive, durante os anos 1961, 1963 e 1964 (ver a Tabela XXII). Na mesma Tabela, observa-se, aliás, que os depósitos de poupança estiveram sempre em um baixo patamar quando os juros estavam negativos, mas parecem ter sido pouco afetados por variações em torno desses valores (variam percentualmente pouco quando comparado com variações em outros anos).

Em um contexto de elevada inflação é, de fato, comum que grande parte da poupança privada tome a forma de acumulação de bens reais que mantenham seu poder ao longo do tempo tais como ouro, imóveis, jóias, bens duráveis e, claro, reservas em moeda forte (historicamente o dólar é o ativo mais comum). Muitas dessas formas de “poupança” não são assim consideradas do ponto de vista estatístico. Com a reversão do movimento dos preços (coincidente com menores expectativas de inflação – isto é, desde que o processo seja crível), um movimento contrário ocorre: a demanda por esses bens reais é reduzida, sendo substituída por ativos financeiros.

Esse fenômeno é agravado pela prática de juros negativos nos depósitos a prazo. Além disso, no caso coreano, havia ainda de se considerar que o público costuma desconfiar do mercado financeiro formal (por conta dos episódios históricos ligados ao passado colonial), já comentado. Todos esses aspectos juntos sugerem que os chamados “depósitos a prazo e de poupança” estivessem em níveis (artificialmente) baixos antes da reforma (pré-1965). É, portanto, em grande medida natural que esses “saltassem” para patamares bem superiores na medida em que houve queda da inflação – e depois que o governo estabeleceu uma atitude pró-ativa, afirmando a importância dos bancos para a estratégia de desenvolvimento do país. Ou, visto pelo outro lado, o fato de os juros, sendo voláteis (algumas vezes negativos), somado à desconfiança generalizada em relação ao setor bancário ajudam a explicar porque antes da reforma (e da mudança de atitude do governo) o aumento verificado nos ativos líquidos durante o período 1959-1964 ia sempre na direção de uma maior proporção em moeda (nas proporções de 2/3 em moeda e 1/3 para depósitos a prazo e de poupança).¹⁰³

¹⁰³ Brown (1973) argumenta que um *Efeito Pigou* também ajude a explicar porque um aumento na demanda por recursos líquidos no período 1959-1964 tenha se dado mais fortemente sob a forma de demanda por moeda, ao invés de nos depósitos de poupança. Como a renda estava crescendo, os agentes teriam aumentado seu desejo de ter maiores saldos em moeda e outros ativos precaucionários.

Outra importante consideração inicial a ser feita é a observação de que o aumento nos juros anuais médios, que ocorreu durante 1964 e 1965 (de menos 17,0% para 11,2% por cento - ver Tabela XXII), em grande parte se explica pela queda da inflação durante o período – e não pelo aumento dos juros nominais decorrente da reforma. A queda da inflação neste período deve, aliás, ser atribuída a uma outra importante reforma levada a cabo em maio de 1964: a reforma das taxas de câmbio (ver Box I) – bem antes da reforma dos juros, feita em setembro de 1965.

Queremos aqui reforçar que, mesmo sem que nenhuma mudança tivesse ocorrido nos juros nominais, a redução no crescimento do deflator do PIB já seria suficiente para elevar os juros reais de um ano dos depósitos a prazo do nível de menos 17% para 7% (positivos) (estimativa de Brown, 1973). O mesmo autor observa que, antes da reforma dos juros ocorrer (ou seja, durante os primeiros nove meses de 1965), os depósitos a prazo e de poupança já estavam inclusive aumentando – provavelmente por conta das menores taxas esperadas de inflação. Obviamente, o fato de o governo dobrar os juros nominais nos depósitos a prazo (ao final de setembro) consolidou a confiança do público no compromisso do governo em controlar a inflação – o que certamente reforçou o movimento que já tivera início. Ou seja, através da reforma, o governo criou um círculo virtuoso entre menores expectativas de inflação e maiores juros reais.

Concluídas as observações preliminares, vamos em frente: no nosso parecer, grande parte do aumento verificado nos depósitos a prazo e de poupança após a reforma dos juros deve-se a uma **mudança na forma da alocação de poupança** – e não em um aumento no nível geral de poupança (como sugere a teoria da repressão financeira) induzido por maiores juros. Sinteticamente: é razoável supor que (grande) parte do aumento verificado possa ser explicado por uma transferência de recursos do setor informal para o setor formal. A evolução dos empréstimos no período parece confirmar essa hipótese.

Em 1964, o BOK estimou que o volume de empréstimos no setor informal era aproximadamente o dobro dos concedidos pelo setor formal da época. Ao final de 1969, entretanto, um outro estudo de BOK estimou que o volume de empréstimos provenientes do setor informal encontrava-se próximo a \$180 bilhões de wons, o que representava cerca de 4,5 vezes o nível obtido em 1964. Entretanto, esse número agora representava apenas metade do volume dos empréstimos do setor bancário – indicando um importante decréscimo no escopo do sistema financeiro informal (Cole and Park, 1983, p. 126). A razão é muito simples: não apenas as instituições regulares apresentavam agora juros atrativos (ao invés de taxas negativas), mas também eram apoiadas pelo governo – de forma que um fenômeno similar ao

que foi descrito previamente (de que a redução da demanda por ouro, dólar e outros ativos fixos ocorrera por conta da queda da inflação – aumentando “artificialmente” as estatísticas de poupança) pode ter ocorrido entre os depósitos que usualmente eram feitos no setor informal (não refletidos inteiramente nas estatísticas usuais do país) e o mercado formal.

Um outro argumento (mais fraco) de que o aumento da poupança verificado foi, em grande medida, ilusório, leva em consideração que, além da mera transferência de recursos entre os dois mercados (formal e informal), deve também ter ocorrido um “efeito pirâmide” (*pyramiding of deposits and loans effect* – ver Brown, 1973, pp. 187-188). Ou seja, o aumento dos juros na Coreia foi de tal ordem que uma operação de arbitragem se tornou possível através do (re)depósito dos empréstimos feitos no banco para tirar proveito da diferença (descontados os impostos) dos juros oferecidos aos depósitos e aqueles cobrados nos empréstimos bancários (ou mesmo a exploração de ganhos de arbitragem envolvendo outros ativos financeiros, além dos depósitos de poupança). Isso significa que, em retrospecto, uma proporção (indeterminada) do fluxo de depósitos a prazo e de poupança nas primeiras semanas depois do aumento dos juros deve ser creditado aos fundos previamente emprestados no próprio mercado. Entretanto, consideramos esse argumento menor, já que existem divergências da magnitude de quanto este “efeito pirâmide” possa ter representado.

Por fim, deve ser também considerado para explicar o crescimento dos depósitos a prazo e de poupança pós-reforma que muitas filiais bancárias foram criadas no mesmo período. De fato, era parte da estratégia bancária em resposta à reforma. Era necessário aumentar o número de filiais, em busca de economias de escala e de escopo, já que o lucro por unidade de empréstimo estava caindo. Evidentemente, a criação de filiais em cidades distantes, onde os serviços bancários não costumavam chegar, também contribuiu para o aumento verificado nos depósitos a prazo e de poupança (esta é uma variante do mesmo argumento já utilizado de transferência de recursos do setor informal para o formal, uma vez que os recursos desviados para os bancos eram já “poupados” sobre outras formas). Uma estatística que corrobora o argumento é que o número de depósitos a prazo e de poupança multiplicou-se entre setembro de 1965 e dezembro de 1971 (de 338.000 para 4.957.000). O valor real dos depósitos médios subiu cerca de 25% (Brown, 1973, p.184) – de forma que o aumento no número de contas foi muito superior.

Discutindo a Teoria de Repressão Financeira

Vejamos agora com mais detalhe o que nos diz a teoria da repressão financeira. A hipótese central de McKinnon (1973, capítulo 6 e 7) é um argumento a-histórico e que não leva aspectos institucionais em consideração (tais como a desconfiança existente na Coreia quanto ao sistema formal). Entretanto, o autor considera, sim, diferenças estruturais existentes entre, por exemplo, países desenvolvidos e subdesenvolvidos. A principal idéia é que um aumento nas taxas de juros eleva o estoque desejado de ativos financeiros no portfólio dos agentes. Contudo, diferente do usual efeito substituição entre moeda e ativos reais (comum nos países desenvolvidos de acordo com o mesmo autor), maiores juros pagos nos ativos financeiros elevaria, no caso dos países em desenvolvimento, a demanda por ambos os bens: moeda, aqui definida de forma ampla, incluindo depósitos de poupança e ativos reais. Ou seja, estes se tornariam ativos complementares, ao invés de substitutos, na carteira dos agentes. Conseqüentemente, diante de uma estrutura financeira simples, onde existem apenas dois ativos (moeda amplamente definida e ativos reais), o acréscimo na demanda só poderia ser satisfeito reduzindo a parcela destinada ao consumo na renda. Resumindo, o desejo de manter um maior estoque de ativos financeiros no portfólio (induzido pelos elevados juros) levaria a um incremento adicional na poupança do país – contribuindo para o crescimento do país, em acordo com as teorias de crescimento em voga nos anos 1950 e 1960. Na medida em que a renda crescesse, existiria uma tendência a elevar a propensão a poupar. A conclusão é direta: a política monetária pode incentivar o aumento da poupança privada e assim contribuir para o crescimento econômico.

Mas, ainda que moeda e ativos reais fossem complementares no contexto de países em desenvolvimento (esta é uma questão em aberto na teoria – ver Cole and Park p.205), o argumento de McKinnon não leva em consideração o papel desempenhado pelos mercados financeiros informais – e já enfatizamos o quão importante esses eram no contexto coreano. Assim, mesmo se aceitamos que moeda e capital (como um exemplo de ativo real) são complementares, esses ativos seriam (pelo menos em alguma extensão) substitutos aos ativos financeiros oferecidos no mercado informal – disponíveis para o consumidor. Ou seja, um aumento na demanda por “moeda amplamente definida” (induzido por uma taxa de retorno mais elevada) poderia ocorrer em detrimento da demanda de papéis ofertados no mercado informal – de forma que não representaria um aumento efetivo na poupança da economia, como já argumentado.

Além disso, no nível teórico, o argumento de McKinnon de que aumentar os juros, induz a um aumento da poupança pelo efeito complementar entre moeda (amplamente definida) e capital parece ser relevante para uma economia aberta como a Coreia. Neste contexto, firmas e consumidores podem tomar empréstimos do exterior para aumentar seus ativos financeiros sem, necessariamente, ter de reduzir seus níveis de consumo. Assim, se um aumento nos juros cria uma diferença positiva entre os juros domésticos e os internacionais, isto irá por si só induzir a uma entrada de capitais (independente da forma que esse fluxo de capitais venha a assumir), o que anula o efeito inibidor do consumo: “This possibility, which does not exist in a closed economy, also implies that the high-interest-rate policy may not increase domestic savings, even under McKinnon’s hypothesis of complementarity” (Cole and Park, 1983, p.206). Como discutiremos ao analisar o papel da poupança externa, não levar em consideração que a economia coreana era aberta já nos anos 1960 é um equívoco, com severas conseqüências analíticas.

Todas essas considerações, chamando atenção para os efeitos da inflação, do mercado informal, do efeito pirâmide, do efeito substituição e da consideração de que a Coreia era uma economia aberta na época não pretendem, porém, negar que **algum** aumento possa ter ocorrido no nível geral de poupança devido a um aumento dos juros (no sentido que, microeconomicamente, os juros mais elevados tornam esses ativos mais atrativos). Neste ponto, estamos nos colocando em uma postura menos radical do que a encontrada em algumas análises keynesianas. Vamos tornar bem claro o que estamos dizendo: juros mais elevados podem ter produzido **algum** efeito positivo na poupança doméstica, indo além dos meros efeitos de transferência de recursos¹⁰⁴. Antes de justificarmos nossa posição, vejamos a magnitude do fenômeno.

A Tabela XXIII mostra vários fatos interessantes. Em primeiro lugar, torna-se óbvio o estrondoso aumento na **poupança do governo** verificada no período (passando de um valor de \$ 3,8 para \$ 14,0 bilhões de wons no primeiro ano após a reforma – considerando 1964 e 1965). Todavia, mesmo entre aqueles que defendem que a poupança agregada seja sensível aos juros, admite-se que a poupança pública tenha uma dinâmica totalmente diferente da privada, ou seja, que não responde diretamente a uma maior atratividade dos juros como

¹⁰⁴ Sejam mais específicos: a análise keynesiana usual aceita que os aumentos na taxa de juros acima do nível da paridade dos juros atraem poupança externa – e podem aumentar a vulnerabilidade externa do país (nós concordamos com isso). O que eles negam e que aqui admitimos (especialmente quando se considera os efeitos de curto prazo) é que os aumentos de juros possam ter resultado em algum aumento da poupança doméstica também – mas por motivos diferentes do que os argumentos usuais defendidos pelos defensores da teoria da repressão financeira.

remuneração. De toda forma, existe (na análise *ex post*) um efeito positivo da reforma dos juros nas contas públicas.

A mesma Tabela XXIII mostra um considerável aumento na poupança privada (firmas e consumidores) em 1965. Em terceiro lugar, cabe observar que, antes da reforma, a proporção de poupança doméstica sobre o investimento total (*Domestic Saving Adjusted – as percentage of total investment*) girava em torno de 30,0%, nos dois anos anteriores a reforma, passando para 55,2% em 1965, e chegando a um nível de 63,3% em 1970. Assim, a poupança externa, embora tenha subido significativamente de valor (em bilhões de wons), reduziu sua participação percentual no financiamento do investimento – quando se compara a situação vigente antes e depois da reforma.

Tabela XXIII

Saving by Sector (a) (1965 prices, billions of won, and percent)

| | Poupança (Consumidores) Ajustada (b) | | Poupança das Empresas | | Poupança Privada Ajustada (b) | | Poupança do Governo | | Poupança Doméstica Ajustada (b) | | |
|-------|--------------------------------------|-------------|-----------------------|-------------|-------------------------------|-------------|---------------------|-------------|---------------------------------|-------------|-------------------|
| | (won) | (%variação) | (won) | (%variação) | (won) | (%variação) | (won) | (%variação) | (won) | (%Variação) | (% do Inv. Total) |
| 1966 | 14.73 | | 6,94 | | 21,67 | | -13,94 | | 7,73 | | 12,9 |
| 1967 | 16.22 | 10,1 | 8,73 | 25,79 | 24,95 | 15,14 | -15,90 | 14,06 | 9,05 | 17,08 | 15,00 |
| 1968 | 22.95 | 31,5 | 11,22 | 28,52 | 34,17 | 36,95 | -17,10 | 7,55 | 17,07 | 88,62 | 28,10 |
| 1969 | 25.23 | 9,9 | 14,24 | 26,92 | 39,48 | 15,54 | -15,47 | -9,53 | 24,01 | 40,66 | 38,00 |
| 1960 | 13.87 | -45,0 | 13,99 | -1,76 | 27,85 | -29,46 | -11,96 | -22,69 | 15,89 | -33,82 | 24,10 |
| 1961 | 13.02 | -6,1 | 18,24 | 30,38 | 31,26 | 12,24 | -10,95 | -8,44 | 20,31 | 27,82 | 28,00 |
| 1962 | 6.96 | -46,5 | 26,32 | 44,30 | 33,20 | 6,21 | -8,85 | -19,18 | 24,23 | 19,30 | 26,20 |
| 1963 | 2.98 | -57,2 | 28,04 | 6,53 | 31,02 | -6,57 | -1,88 | -78,76 | 29,15 | 20,31 | 28,10 |
| 1964 | 3.07 | 3 | 25,13 | -10,38 | 28,20 | -9,09 | 3,82 | -303,19 | 32,02 | 9,85 | 37,70 |
| 1965 | 17.18 | 459,6 | 33,71 | 34,14 | 50,89 | 80,46 | 14,02 | 267,02 | 64,91 | 102,72 | 55,20 |
| 1966 | 50.07 | 191,4 | 35,43 | 5,10 | 85,50 | 68,01 | 25,76 | 83,74 | 111,26 | 71,41 | 58,90 |
| 1967 | 58.43 | 16,7 | 40,71 | 14,90 | 99,13 | 15,94 | 41,55 | 61,30 | 140,68 | 26,44 | 60,90 |
| 1968 | 64.85 | 11 | 42 | 3,17 | 106,85 | 7,79 | 71,97 | 73,21 | 178,81 | 27,10 | 57,60 |
| 1969 | 87.63 | 35,1 | 43,85 | 4,40 | 131,47 | 23,04 | 82,67 | 14,87 | 214,15 | 19,76 | 59,40 |
| 1970 | 96.54 | 10,2 | 46,05 | 5,02 | 142,60 | 8,47 | 100,56 | 21,64 | 243,16 | 13,55 | 63,60 |
| 1971* | - | - | - | - | 131,42 | -7,84 | 86,11 | -14,37 | 217,53 | -10,54 | 55,50 |

*preliminares

Fonte: Bank of Korea, National Income Statistics Yearbook, 1971, contém dados no período 1970; 1971 dados preliminares foram fornecidos pelo Banco. Dados setoriais são da Tabela 1-13, e o I (a) Transferências Unilaterais (Current Account Transfers from abroad - maioria ajuda externa) são tratadas como parte da poupança externa nessas estimativas, enquanto em outras estimativas (e unilaterais são tratadas como poupança doméstica.

(b) Poupança dos Consumidores e poupança doméstica foram ajustadas adicionando a discrepância estatística entre poupança e investimento, menos a variação nos estoques agrícolas (Apênd

Vejamos agora em que sentido estamos propondo uma visão “Keynesiana menos radical”. Consideremos, em primeiro lugar, o caso das poupanças domésticas e no consumo de bens duráveis. Uma mudança drástica dos juros (elevação) provoca uma mudança nos preços relativos contra o consumo de bens que dependem de crédito tais como os duráveis. Se a queda destes não for substituída em sua integridade por bens de consumo não duráveis ou bens de capital haverá, necessariamente, um aumento na poupança doméstica, dado o nível de renda. Além disso, é razoável supor que quando os juros mudam de patamares negativos para patamares positivos (e há confiança quanto ao controle inflacionário), o efeito sobre as poupanças seja mais significativo do que uma simples mudança em torno de valores positivos

– já que agora “vale a pena poupar”. Basicamente estamos defendendo aqui que, no curto prazo, não é improvável que as poupanças tenham respondido (microeconomicamente), ao menos em alguma magnitude, à mudança nos juros - embora aumentos subsequentes dos juros sejam menos prováveis de provocar alteração nessa decisão de “não consumir”.¹⁰⁵

Enfatizando sob o risco de sermos repetitivos: é relativamente natural supor que a poupança (no sentido da decisão por “não consumo”) responda a um aumento dos juros de forma mais efetiva quando alguém passa de uma situação de juros negativos para positivos (num contexto onde a incerteza sobre a inflação se torna menor), do que quando os juros passam de um baixo patamar positivo para um nível mais elevado (mesmo se a mudança em pontos percentuais é de magnitude semelhante). Assim, em algum segmento da tradicional “curva de poupança” dos livros textos (um segmento absolutamente não analisado pela literatura econômica – na passagem de taxas positivas para negativas), a poupança pode ser (diferente do argumento Keynesiano) bastante sensível aos juros.

Na visão de Keynes (1936), a curva de poupança (ex ante) simplesmente inexistiria – ou mais precisamente, não seria uma função. Isto porque cada vez que ocorre um novo investimento, a renda cresce (impulsionada pelo multiplicador) de forma que a curva de poupança fica “pulando” de patamar, como resíduo do crescimento da renda ($S = Y - C$). Nesse sentido, só existiria o conceito *ex post* de poupança (ponto de igualdade entre poupança e investimento) e não a intenção de poupar do agente em função de diferentes taxas de juros (curva). O próprio Keynes, entretanto, admitia sensibilidades distintas da taxa de juros ao investimento, por exemplo, na armadilha da liquidez. Assim, parece-nos perfeitamente razoável (e num certo sentido até keynesiano, para sermos provocativos) que a decisão de “não consumir” seja sensível ao custo de oportunidade de consumir duráveis, portanto, sensível à taxa de juros. Isto não significa, entretanto, que aumentos nos juros provoquem sempre aumentos nas taxas de poupança, como pressupõe a teoria neoclássica.

O problema de nossa hipótese, quando aplicada ao caso Coreano, é que a proposição não pode ser realmente testada em termos econométricos. Isto porque há um número insuficiente de observações (quando consideramos também a má qualidade dos dados trimestrais disponíveis). Na realidade, um olhar mais atento na Tabela XIV (taxas anuais) sugere uma relação oposta a que acabamos de sugerir: passar de juros reais positivos para juros negativos levou a um aumento nos depósitos a prazo e de poupança. De fato, quando os

¹⁰⁵ Alguns autores mais radicais enfatizam que não existe a “decisão de poupar”, ou seja, que a decisão do agente é pelo consumo e a poupança é residual. Para evitarmos essa polêmica usamos o termo a “decisão de não consumir” que vêm a ser, para nós, o mesmo do que a “decisão de poupar”.

juros passaram de (+) 1,6 (em 1962), para (-) 13,2 (em 1963), e então para (-) 17,0 % (em 1964), os depósitos a prazo e de poupança como percentual da oferta de moeda cresceram de 31,3% para 43,8 %, em 1963 e, em seguida, para 42,6% em 1954 (ver Tabela xx). Esses números, por sugerirem uma relação inversa do que a que acabamos de propor, requerem alguma explicação.

O grande aumento nos depósitos a prazo e de poupança na passagem de 1963 para 1964 são explicados por fatores, digamos, exógenos. São o resultado de pesadas pressões políticas impostas pelo governo na tentativa de obter financiamento não inflacionário durante os dois primeiros anos do primeiro Plano Quinquenal. Os empresários eram particularmente suscetíveis a tais pressões – já que estavam sob a acusação de *illegal profiteers* (ou seja, pessoas acusadas de terem enriquecido devido a favores recebidos durante o governo anterior). Em particular, no dia 10 de junho de 1962 (mesma data da reforma monetária que substitui a moeda de curso legal do Hwan para Won – ver Box I), o nível de depósitos a prazo e de poupança dobrou devido a um decreto do governo que convertia compulsoriamente em depósitos a prazo uma parcela de todos os depósitos à vista em outra moeda acima de um determinado nível. Este decreto foi rescindido em julho, mas as pressões para manter ativos financeiros outros que os à vista permaneceu ao longo do tempo.

Considerando esta informação (que poderia ser considerada uma “variável omitida”) e o fato de que não dispomos de um número razoável de observações, a análise econométrica da sensibilidade da poupança a juros quando estes passam de valores negativos para positivos torna-se simplesmente inviável (já que os coeficientes nada significariam). Nossa idéia (que, enfatizamos, não pode ser negada nem provada em termos empíricos) é que, após 1965, a perspectiva de que as taxas de juros permaneceriam positivas no futuro (ratificada pela queda da inflação e pelo anúncio da reforma de setembro) pode ter justificado algum aumento na propensão a poupar do público (ou não consumir, o que para nós dá no mesmo).

As dificuldades em usar econometria para provar a tese Keynesiana ou a neoclássica (sobre a sensibilidade da poupança aos juros) – agora considerando valores positivos em ambas as variáveis – são bem relatadas na literatura:

“A widely accepted view in the economics profession is that, concerning at least ex post saving, ‘It cannot even be said in advance whether an increase in the interest rate will increase or decrease consumption (saving)’ and no econometrician have ever found a significant correlation between consumption (saving) and interest rates when the correlation between consumption (saving) and income is taken into account’. More than two decades of students have been raised on ‘simplified’ Keynesian models in

when even ex ante saving is determined solely by income, with some references to ‘more formally complete’ models in which saving is also a function on interest rates” (Brown, *idem*, p. 182)

Após polemizarmos sobre a questão poupança juros, façamos o caminho oposto e nos voltamos para o argumento usual Keynesiano (com o qual, aliás, concordamos totalmente): os aumentos na renda explicam grande parte do aumento dos depósitos a prazo e de poupança – independente do efeito dos juros.¹⁰⁶ Negando a teoria da repressão financeira, defendemos que, em grande medida, o aumento na poupança (medido pelo incremento nos depósitos a prazo e de poupança) durante o período 1965-1971 foi consequência do aumento da renda – esse é o tema a ser tratado na próxima sub-seção.¹⁰⁷

Efeitos no crescimento

Como já observado, as taxas de crescimento do PIB foram mais elevadas após a reforma: 6,5% ao ano, em média durante o período 1961-1965; contra 10,4% ao ano durante o período 1966-1970. Entretanto, deve-se considerar alguns fatores: a) o período 1961-63 foi marcado pela instabilidade política; b) até 1964, a inflação era bastante elevada e instável; c) após 1961 contribuiu para o crescimento o estabelecimento de Planos Quinquenais, além da criação de muitas instituições. Desta forma, creditar a taxa de crescimento mais elevada à reforma dos juros (e seu efeito sobre a poupança) nos parece uma visão deveras simplista. A pergunta a ser feita é, na realidade, a oposta: como pode ter o país crescido na velocidade observada com juros tão elevados?

A resposta a essa pergunta está no fato de que o retorno do capital nessa economia era muito elevado. De fato, o capital era o fator mais escasso na economia coreana à época:

“Evidence ... indicates that the real (constant-price) marginal rate of return on capital has been consistently well over 20 percent, and therefore well above the real interest rate on bank credit, even after the 1965 reform. It is

¹⁰⁶ Na realidade, nenhum economista nega que a poupança seja função da renda – a discussão gira em torno de se é ou não função dos juros.

¹⁰⁷ Mesmo considerando as dificuldades envolvidas, Brown (1973) construiu um modelo para analisar a magnitude da influência dos juros e da renda na poupança: “... various measures of time and saving deposits and changes in these deposits since 1957 were regressed on real interest rates and income. The results suggest that income and interest rates were both important determinant of the growth of time and saving deposits. In general, the results are similar to those between real saving, real interest rates and income ... The high degree relationship found between real interest rates and income however, makes it impossible to separate statistically their respective effects on saving deposits and on saving” (p. 184).

the gap between this real rate of return (with some discount for risk, etc.) and the real rate of interest before September 1965 which constituted the disequilibrium gap which made possible the subsequent saving and investment trends. Therefore, borrowers and investors eagerly competed for the resources freed by increased saving, and income and production rose in response to increased investment. In more developed economies, however, there is no such wide gap between the cost of borrowing savings (or new credits) and the expected rate of return on new investment ... Thus the cost of borrowing is much closer to the marginal rate of return on capital minus some discount for risk and uncertainty. Hence the consequence of a sharp rise in real interest rates in these economies (barring some temporary disequilibrium situation due to sharply changed expectations) would be induce investment and therefore saving and income.” (Brown, *idem*, pp. 201-202)

Há muitas evidências de que a taxa marginal de retorno do capital tenha excedido de forma persistente à taxa cobrada pelos empréstimos bancários: 1) manutenção de um excesso de demanda por empréstimos bancários; 2) os juros no sistema informal de crédito eram pelo menos duas vezes mais altos do que os níveis cobrados pelos empréstimos bancários e um grande volume de empréstimos era transacionado nesse mercado antes da reforma dos juros (tendo entre os clientes grandes empresas); 3) estimativas derivadas dos dados de produtividade do investimento e a parcela da renda de capital (ver Tabela XXIV) mostram taxas de retorno do investimento maiores do que 20% ao ano, talvez chegando a 30%.

A Tabela XXIV mostra diferentes estimativas da taxa real de retorno. Quando o investimento gera renda no ano seguinte (ao invés de no mesmo ano), a taxa média de retorno sobre o novo investimento (antes da tributação) é de 43%, quando a renda das empresas de sociedade anônimas é incluída, e de 22% quando excluída (*idem*, p.203). Outros estudos concluem que a taxa de retorno sobre o capital manteve-se (consistentemente) maior que as taxas de juros reais.¹⁰⁸

¹⁰⁸ Ver Adelman and Kim 1969; Soo Lee, 1967; Bank of Korea, 1967 – citado em Brown, *ibidem*.

Tabela XXIV

| Taxa de Retorno em Investimentos Novos, 1962-1967 | | |
|--|---|---|
| | Incluindo Rendimentos Não incorporados | Excluindo Rendimentos Não incorporados |
| Retorno Líquido do Investimento, preços de 1965 (a) | 33.7 | 17.3 |
| Taxa de Investimento/PIB (sem intervalo) | 42.8 | 21.9 |
| Taxa de Investimento/PIB (após um ano) | | |
| Retorno Líquido do Investimento, ajustado a preços de 1965 (b) | 38.7 | 19.8 |
| Taxa de Investimento/PIB (sem intervalo) | 56.4 | 28.9 |
| Taxa de Investimento/PIB (após um ano) | | |
| Retorno Líquido no Investimento privado (exclui setor agrícola) a preços de 1965 (c) | | |
| Taxa de Investimento/PIB (sem intervalo) | 32.0 | 22.3 |
| Taxa de Investimento/PIB (após um ano) | 42.7 | 29.7 |

Fonte: Bank of Korea, Contas Nacionais, em Brown, 1973, p. 204

- (a) Dados representam taxas de retorno sobre novos investimentos, mensurados como a variação da renda nacional dividida pelo investimento líquido multiplicado pela parcela do valor adicionado líquido das depreciações que incorrem sobre o capital (isto é, a proporção do valor adicionado menos a depreciação, os custos com pessoal, os impostos indiretos do valor total adicionado menos a depreciação). Assim, as taxas de retorno são taxas líquidas da depreciação e dos impostos indiretos, mas antes do desconto do imposto de renda. Para o período 1967-1970, as taxas de retorno são marcadamente inferiores. Quando as empresas de sociedade aberta são incluídas, as taxas de retorno para o período de três anos foram de 21 e 28%, e excluindo as sociedades anônimas de 12 e 15 %, respectivamente.
- (b) Nestes cálculos, ambas a renda nacional e o investimento são líquidas das variações nos estoques agrícolas.
- (c) Investimento e valor adicionado no governo central e no setor agrícola foram excluídos. Agricultura foi definido de forma a incluir o setor pesqueiro e silvicultura. Empresas estatais e corporações de governo foram incluídas como parte do setor privado. Os cálculos excluem da renda nacional o valor adicionado por administrações públicas e de defesa, assim como a renda do governo com propriedades e atividades empresariais. As despesas de pessoal feitas pelo governo foram subtraídas da renda do trabalho na determinação da parcela da renda indo para o capital.

A reforma dos juros também ajudou a aumentar o custo de oportunidade dos fundos com juros subsidiados:

“Agricultural projects were approved for inclusion in the Second Five-Year Plan, for example, only if they could show a minimum internal rate of return on capital of at least 15 percent per year, and for manufacturing profits the figure was generally expected to be in the neighborhood of 25 percent, although some exception were made down to the level of 15 percent. Furthermore, even promoters of particularly favored investment projects had to count on average interest costs generally in the nominal range of 15 percent of more, plus substantial noninterest borrowing costs. Thus there is a strong presumption that, aside from human errors of estimate, most investments have been undertaken with the expectation of rather high productivity of capital, and the incremental capital-output ration suggest that that goal has generally been achieved. This is an aspect of Korean growth that should be explored further and comparisons made with similar interest rate policies in other countries if possible” (idem, p. 207)

É curioso notar, aliás, que muitos analistas permaneceram cépticos sobre a reforma porque, na opinião destes, ela havia sido feita somente “pela metade” (*it was only half-done*). Isto porque os depósitos à vista foram deixados de fora da reforma, e os aumentos nas taxas

de empréstimo foram seletivos, excluindo setores tais, como exportação, agricultura e diversas categorias de empréstimos (“... although those loans were rediscounted at lower rates at BOK to ensure the profitability of banks” – Woo, 1991, p.104). Na nossa opinião, ao contrário, **precisamente porque a reforma foi feita “pela metade” é que o país pôde apresentar as taxas de crescimento que apresentou.** Essa é (para nós) a postura keynesiana mais importante: aquela que advoga em favor da intervenção governamental, gerando renda e emprego. Do ponto de vista (keynesiano) aqui adotado, onde as decisões de investir levam em consideração a taxa de juros de mercado *vis à vis* o retorno esperado de capital, e as expectativas de longo prazo da economia, a Coreia apresentava boas oportunidades de investimento que, sinalizadas e incentivadas pelo governo, explicam o *take-off*.

Vale notar que Demetriades, K e Luintel, K. (2001) corroboram do ponto de vista empírico essa nossa afirmação. Desenvolvendo um modelo simplificado do sistema bancário coreano encontram uma relação positiva entre desenvolvimento financeiro e o grau de controle do estado no sistema bancário e repressão financeira (contrariando, portanto, os resultados do Modelo Shaw-MacKinnon) no período 1960-1995: “... we presented evidence from South Korea which robustly shows that the direct effects of financial restraints on financial development were not only positive but also quite large while the effects of changes in the real interest rate were insignificant. Thus the basic conclusion of an entire literature may be reversed if these direct policy effects are taken into account” (p. 475).

Até o momento, consideramos os efeitos de curto prazo da reforma dos juros – verificando que, diante da existência de elevados retornos de capital – os efeitos sobre o crescimento econômico não foram negativos. Ao contrário, o crescimento foi, como já observado diversas vezes, maior a partir da segunda metade dos anos 1960. Todavia, os efeitos de longo prazo deste aumento dos juros requerem uma análise mais profunda. Isto porque a reforma dos juros criou uma forte dependência de recursos estrangeiros, uma forte pressão (compressão de lucros) no setor privado e também uma “bifurcação” na estrutura industrial no sentido em que o governo canalizou os recursos externos para os grandes conglomerados (Chaebols) em detrimento das pequenas e médias empresas¹⁰⁹. Na Parte V, a seguir, analisamos os efeitos dos juros sobre a poupança externa, ou melhor, sobre o Balanço de Pagamentos da economia.

¹⁰⁹ “... Korea Chaebôl came to depend on foreign loans to finance their investment ... [But] to control credit expansion, the government resorted to suppressing loans to small and medium enterprises that were not beneficiaries of foreign loans. The result was a dualism in Korean industrial structure ... High Interest rates on the rapidly rising time and saving deposits also put an inordinate burden on banks, not to mention the problem of bad loans to (foreign loan receiving) insolvent firms” (Cho, p.194 quoted in Woo, p. 107).

PARTE V - O Papel da Poupança Externa no financiamento do desenvolvimento coreano

Já sugerimos previamente que desconsiderar que a Coréia era uma economia aberta ao aplicar a teoria da repressão financeira foi um equívoco. Para analisar os efeitos dos recursos externos no financiamento do desenvolvimento devemos, em primeiro lugar, fazer uma distinção entre os capitais de curto prazo (muito sensíveis aos juros), o capital de médio e longo prazo, a Ajuda Externa (Aid and Grant resources) e o Investimento Estrangeiro Direto.

A bem dizer, o aumento no fluxo de crédito externo privado no país após 1965, foi dramático, mas seria simplista atribuir esse ingresso apenas aos diferenciais de juros internos e externos. A reforma da taxa de câmbio (unificação das taxas de câmbio de 1964), seguida de desvalorização foram fatores que, consensualmente, contribuíram para o modelo exportador e para a liberalização seletiva das importações (controladas de forma mais proeminente nos anos 1950). Também contribuíram para o ingresso de capitais estrangeiros o próprio fortalecimento da economia coreana, as políticas econômicas realizadas para atrair fundos internacionais, a manutenção da Ajuda Americana e ainda o acordo feito em Outubro de 1965 com o Japão, restabelecendo relações diplomáticas entre os dois países, pela primeira vez desde 1945.¹¹⁰

Vejamos primeiramente o impacto do aumento dos juros. Como pode ser visto na Tabela XXV, havia um diferencial de 12,9% entre a taxa paga nos empréstimos domésticos e a taxa de juros internacional (LIBOR) – ajustada pela desvalorização cambial esperada – durante o período 1966-1970 (quando a reforma foi implementada). Como consequência, o serviço da dívida na Coréia, que representava apenas 4,17% das exportações em 1964 se tornou 28,34% em 1970 (Fonte: Bank of Korea). A Tabela também mostra que esse diferencial seria revertido nos anos seguintes. Esta mudança seria o resultado da reforma feita em 1972 discutida na Parte III.

¹¹⁰ Foge ao escopo desse artigo mensurar a magnitude de cada uma dessas variáveis em atrair fluxos estrangeiros de capital.

Tabela XXV

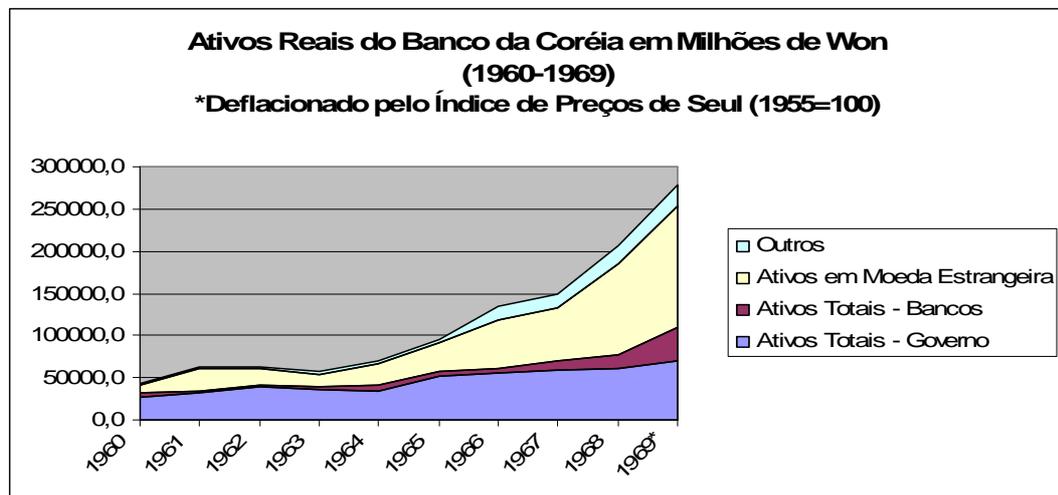
| Custo do Capital Externo (médias anuais - dados em percentuais) | | | |
|--|------------------|------------------|------------------|
| | <u>1966-1970</u> | <u>1971-1975</u> | <u>1976-1980</u> |
| 1) Taxa de Juros Doméstico - Nominal Oficial (a) | 24.4 | 17.0 | 18.0 |
| 1b) Taxa de Juros no Mercado Informal (Curb Market Interest Rate) | 54.2 | 40.1 | 41.3 |
| 2) Taxa de Juros Internacional (b) | 6.4 | 7.9 | 11.5 |
| 3) Taxa de Inflação Externa (Deflator PNB) (c) | 4.7 | 8.3 | 6.0 |
| 4) Desvalorização da Taxa de Câmbio (d) | 5.1 | 7.8 | 5.5 |
| 5) Deflator do PNB, Coréia (e) | 14.6 | 19.8 | 20.7 |
| 6) Taxa de Juros Real Externa (2-3) | 1.7 | -0.4 | 5.5 |
| 7) Diferencial entre Juros Internos e Internacionais (1-2-4) | 12.9 | 1.3 | 1.0 |
| Custo Real de Empréstimos Externos (2+4-5) | -3.1 | -4.1 | -3.7 |

Source: Woo, 1991, p.104

- (a) Desconto em títulos dos Deposit Money Banks
- (b) LIBOR (90 dias)
- (c) Média entre Japão e EUA
- (d) Standard Concentration Rate (médias móveis de três anos) BOK
- (e) Médias Móveis de Três Anos

O grande aumento das reservas em consequência do ingresso de recursos expandiu os ativos do Banco Central Coreano (ver Gráfico X) levando a uma pressão, em parte, na base monetária – mas também no chamado “passivo não monetário”, isto é, aumentando o endividamento do país. A expansão monetária provocada pelo crescimento das reservas foi, aliás, muito além do que o desejável para os níveis estipulados pelo governo para o controle da inflação. A inflação, após ter sido reduzida para 7,6% em 1965 (Deflator do PIB), voltou ao patamar de dois dígitos nos anos seguintes da década, permanecendo em 12,3% ao ano, em média, no período 1966-1970.

Gráfico X



Fonte: Bank of Korea, elaboração própria

No que se refere ao endividamento do país, cabe considerar que a Coreia praticamente não possuía dívida externa antes de 1963. No início dos anos 1970, a Coreia possuía uma relação dívida externa - PIB de 30%, tendo partido de um nível de 2,3% uma década antes. Os baixos custos relativos do capital estrangeiro somado ao fato de que o governo assumia o risco cambial implícito na tomada de recursos externos constituiu um grande incentivo para o endividamento. De acordo com Woo (1991), o governo oferecia o serviço da garantia para os empresários como um *song-i*, isto é, em gratidão pela contribuição política prestada ao partido (pp. 108-109).

A Tabela XXVI mostra que de 1959 a 1970 os acordos para empréstimos diretos com maturidades originais superiores a três anos (médio e longo prazo) totalizaram US\$ 2,7 bilhões (empréstimos oficiais e comerciais), enquanto o investimento direto estrangeiro apenas US\$ 0,2 bilhões. Esses empréstimos refletiam empréstimos oficiais e acordos comerciais (commercial agreements) – incluindo o programa para ampliar (triplicar) a capacidade geradora de energia do país que se estendeu entre 1968 e 1971 – mas também recursos destinados à importação de alimentos (Brown, 1973, p.213). As importações financiadas por esses empréstimos e investimentos totalizaram US\$ 2064 milhões (ver Tabela abaixo) durante o mesmo período 1959-70 com 54% destes recursos recebidos nos anos de 1969 e 1970.

Tabela XXVI

| | 1959-62 | 1963 | 1964 | 1965 | 1966 | 1967 | 1968 | 1969 | 1970 | Totais |
|-------------------------------|---------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| Empréstimos Oficiais | | | | | | | | | | |
| Agreements (a) | 72.7 | 9.2 | 36.5 | 76.3 | 152.9 | 79.1 | 50.9 | 257.8 | 285.5 | 1022.9 |
| Import Arrivals | 7.3 | 42.6 | 11.6 | 5.7 | 72.8 | 105.2 | 73.2 | 138.9 | 115.3 | 572.6 |
| Empréstimos Comerciais | | | | | | | | | | |
| Agreements (a) | 1.8 | 54.1 | 62.1 | 78.2 | 104.4 | 150.7 | 487.8 | 445.1 | 272.9 | 1657.0 |
| Import Arrivals | - | 23.6 | 11.9 | 36.1 | 110.2 | 123.9 | 267.1 | 408.9 | 378.6 | 1360.2 |
| Investimento Externo | | | | | | | | | | |
| Agreements (a) | 2.1 | 5.4 | 0.8 | 22.5 | 4.6 | 25.0 | 31.2 | 42.9 | 86.3 | 220.8 |
| Import Arrivals | - | 5.5 | 0.6 | 6.3 | 14.3 | 9.7 | 16.9 | 12.7 | 65.2 | 131.2 |
| Total | | | | | | | | | | |
| Agreements (a) | 76.7 | 68.7 | 99.4 | 177.0 | 261.9 | 254.7 | 569.8 | 745.8 | 646.7 | 2900.7 |
| Import Arrivals (b) | 7.3 | 71.7 | 24.0 | 48.1 | 197.3 | 238.8 | 357.1 | 560.5 | 559.1 | 2064.0 |

Source: Economic Planning Board, em Brown idem

(a) Empréstimos como maturidade original superior a três anos ou mais, investimento direto. Dados de empréstimos ao governo são baseados na conclusão de acordos formais (formal loan agreements). Empréstimos privados (private loan agreements) baseiam-se em cartas de crédito ou de garantias (letter of guarantee) oferecidas pelo Korean Exchange Bank, enquanto os investimentos diretos foram computados pelo valor aprovado pelo Ministro do Planejamento Econômico (Minister of Economic Planning Board).

(b) Datas de ingresso de importação foram computadas de forma geral pela data de ingresso aduaneiro.

Os empréstimos externos destinavam-se a setores onde estava ocorrendo um movimento de substituição de importações (indústria manufatureira), mas também para financiar serviços de utilidade pública e infra-estrutura (social overhead). A maior parte dos beneficiários no setor de manufatura, foi os setores de fertilizantes, cimento e indústrias de refino de óleo. Esses recursos foram fundamentais para promover um re-equipamento da indústria local, possibilitando o aumento das exportações que tanto caracteriza o desenvolvimento industrial coreano nos anos 1960:

“The inflow of foreign saving has made a very large direct contribution to investment and growth over this period ... Much of the saving inflow took the form of capital goods, as is evident from data on the import of machinery and equipment. Foreign savings, as the excess of import of goods and services over exports, averaged 11 percent of GNP in the period 1968-1971, and imports of machinery and equipment averaged 9.3 percent of GNP. This compares with a gross fixed investment rate of 26.5 percent of GNP. Thus foreign savings equaled about 41 percent of total investment, and machinery and equipment imports about 35 percent. Without the rapid growth of investment in both export industries and in other industries that supply inputs to export industries (including power and transportation), the rate of growth of exports would have certainly been slower.” Brown, 1973, p 217

Como a modesta cifra US\$ 0,2 bilhões durante toda a década de 1960 já evidenciou, no que concerne ao investimento estrangeiro direto, a Coreia era muito pouco atrativa. Isto por várias razões. Em primeiro lugar, sendo um país pobre em recursos naturais, não havia muito a oferecer para as multinacionais. Em segundo, a instabilidade política combinada com a paz precária com a Coreia do Norte, enfraquecia o apetite de investidores estrangeiros potenciais. A exceção era os investidores japoneses que, por causa de suas raízes históricas, conheciam a capacidade exportadora da ex-colônia.¹¹¹

Para reverter o quadro de baixos fluxos de IED (Investimento Estrangeiro Direto), foi aprovada uma lei (*Foreign Capital Inducement Law* passed in 1966 – ver Box D). A idéia era quebrar a resistência das multinacionais em investir no país, providenciando facilidades, isenções tarifárias e isenção de requerimentos mínimos de participação de capital nacional. Os resultados foram, entretanto, pouco entusiasmadores. O fluxo de investimento estrangeiro direto permaneceu, em comparação com os empréstimos, pequeno. Os IED representavam menos de 1,0% do total dos recursos ingressados (considerando empréstimos mais

¹¹¹ Em particular, a Zona Franca de Masan (Masan Free Export Zone - MAFEZ) era de especial interesse para o Japão e seus negócios contornavam (bypassed) o governo central coreano, sem qualquer regulação sobre performance ou exigências sobre insumos e recebendo isenção fiscal integral nos primeiros anos. Economicamente, entretanto, representaram, em seu pico, apenas 4% do total das exportações coreanas.

investimento direto) em 1966 e tiveram seu pico (12,8%) em 1970, declinando novamente em 1971 (ver Tabela XXVII).

Tabela XXVII

Net Borrowing, Direct Investment and Export Earnings, 1966-1971
(in \$ million)

| Ano | Empréstimos Líquido | Investimento Direto | Total | Exportações | Fluxos de Capital /Export |
|------|---------------------|---------------------|-------|-------------|---------------------------|
| | (1) | (2) | (3) | (4) | (3/4) |
| 1966 | 218.2 | 2.2 | 220.4 | 250.3 | .88 |
| 1967 | 419.8 | 19.9 | 439.7 | 320.2 | 1.37 |
| 1968 | 533.2 | 24.2 | 557.4 | 455.4 | 1.22 |
| 1969 | 499.2 | 28.2 | 527.4 | 622.5 | .85 |
| 1970 | 420.0 | 61.4 | 481.4 | 835.2 | .58 |
| 1971 | 395.3 | 45.2 | 440.5 | 1067.6 | .41 |

Fonte: Woo, 1991, p.101

Passemos agora para a análise da contribuição sob a forma de Ajuda Externa e garantias fornecidas pelos EUA e também pelo Japão. Como dito, ambos os países foram importantes fontes de recursos não reembolsáveis ou reembolsáveis em condições preferenciais¹¹². De fato, ao longo da década de 1960, a Ajuda Americana continuou a vir prioritariamente sob a forma de doações. Embora os empréstimos provenientes do país também começassem a crescer, eles permaneceram inexpressivos quando comparados com a assistência sob a forma de doação.

A rigor, após 1964, a assistência americana começou a mudar na direção dos empréstimos, consultoria (advice), atuação através de agências internacionais, ao mesmo tempo em que crescia a participação japonesa nos fluxos de recursos externos (“the japanese burden sharing”, utilizando a expressão de Brown, 1973). A Guerra do Vietnam e a reaproximação com o Japão reverteram mais uma vez esse quadro. Em 1965, quando tropas coreanas entraram em cena, a Ajuda Americana subiu vertiginosamente: atingiu 7,2% do PIB – sendo esta de 4,9% no ano anterior.

¹¹² Durante o período 1959-1972, os acordos de empréstimo oficiais alcançaram \$ 1023 milhões, tendo o governo dos E.U.A contribuiu com quase 50% do total, o governo japonês com 10%, o governo alemão com 4%, além da contribuição fornecida por muitas instituições financeiras internacionais (incluindo o Banco Mundial o Banco de Desenvolvimento Asiático e outras fontes de fundos multilaterais). No que se refere aos empréstimos comerciais, cerca de 31% vieram de Estados Unidos; 22% do Japão; e 11% de cada um dos seguintes países: França, Alemanha Ocidental e Inglaterra. Por fim, dos US\$ 220 milhões de Investimento Estrangeiro Direto, 60% vieram dos EUA e 30% do Japão.

O apoio da Coreia à guerra do Vietnam foi mais expressivo do que geralmente se imagina e, por isso, deve ser rapidamente comentado. O país enviou 47.872 homens apenas no primeiro ano de conflito – e um total de 300.000 até o final do conflito: “... this was more men per capita than any nation in the world, including the United States – something rarely mentioned and even more rarely studied”. Como “um ato de gratidão”, os pagamentos à Coreia feitos sob a forma de provisões no âmbito do *Brown Memorandum* superaram a cifra de US\$ 1 bilhão, considerando o período que compreende o ano fiscal de 1965 até 1970.¹¹³

Deve-se considerar, porém, que (além das implicações políticas do apoio a Guerra – e dos benefícios esperados por ajudar os EUA) o comércio bilateral Coreia-Vietnam era expressivo, quando se considera, o tipo de produtos exportado. Embora as exportações para o Vietnam representassem apenas 3,5 % do total, o Vietnam absorvia nada menos do que 94,3% das exportações coreanas de aço, 51,8% das exportações de equipamentos de transportes, 40,8% de maquinaria não elétrica e outros 40,9% de “outras exportações químicas”. Além disso, enquanto as exportações de bens não eram expressivas em termos de participação percentual, as exportações de serviços eram uma parcela significativa. (ver a Tabela XXVIII). Nesse sentido, a Guerra de Vietnam “was not only a cornucopia of huge invisible earnings and immense U.S assistance, but an incubator of new industries before testing the fires of international competition”; “a laboratory for infant industry”; “a matrix of global security and regional integration managed by the United States and including a dynamic, expanding economy such as Japan” (Expressões utilizadas por Woo, 1991, p.97).

Tabela XXVIII

| Rendimentos vindos do Vietnam, 1966-1968 (in \$ million) | | | |
|--|-------------|-------------|-------------|
| Tipos de Rendimentos | 1966 | 1967 | 1968 |
| Exportações Comerciais | \$ 13.8 | \$ 7.3 | \$ 5.6 |
| Vendas Militares | 9.9 | 14.5 | 30.8 |
| Contratos de Serviços e Construção | 12.3 | 43.5 | 58.4 |
| Remessas Totais (Civis, Militares e outras) | \$58.9 | \$144.7 | \$172.2 |
| Receitas Totais de exportações de bens e serviços mais transferências privadas | \$ 558.0 | \$744.8 | \$993.0 |
| Rendas do Vietnam como percentual do total | 10.6 | 19.4 | 17.3 |

Fonte: Cole and Lyman, Korean Development, p. 135

¹¹³ O Brown Memorandum foi firmado em 4 de março de 1966, estabelecendo as regras de utilização das forças coreanas pelos americanos.

Por fim, cabe considerar o efeito resultante do retorno diplomático das relações Coreia-Japão. Este assunto estava na agenda americana desde o final dos anos 1940, mas foi apenas com o Presidente Park Hee que esta aproximação efetivamente ocorreu.¹¹⁴ De fato, em 1963 as importações coreanas provenientes do Japão já eram quatro vezes superiores aos níveis verificados no regime de Rhee. Assim, mesmo antes de reatar relações diplomáticas, os antigos grupos Zaibtsus já estavam empenhados na tarefa de identificar oportunidades de investimento na Coreia e foram fundamentais para construir nada menos do que a *Pohang Steel*, dando asas ao sonho de Hee de construir um complexo do aço – depois de ter tido negado um empréstimo por diversos países, incluindo o U.S Exim e o Banco Mundial.¹¹⁵

O grande influxo de recursos externos certamente contribuiu para acelerar o crescimento econômico, sendo uma importante fonte de financiamento do processo de desenvolvimento em curso. Entretanto, também causou uma série de problemas e distorções. Já em 1968, após menos de três anos da reforma dos juros, um comitê especial da Assembléia Nacional coreana condenou a política de atração de recursos externos.

Basicamente, o Comitê acusava o mau uso de recursos externos, levando a um efeito cumulativo perverso para a renda nacional e para o Balanço de Pagamentos. O argumento básico do referido Comitê era de que a existência de recursos externos abundantes para firmas nacionais conjugada a um ambiente de proteção comercial estaria levando à perda de eficiência, a práticas de preços de monopólio (com preços domésticos superiores aos similares internacionais) e a menor competitividade nas exportações. Os prazos curtos dos empréstimos e a excessiva dependência de matéria prima importada eram também citados como *causas causans* para os elevados preços domésticos. Acusava-se o governo, igualmente, de comprometer a saúde do sistema financeiro doméstico já que a disponibilidade de abundantes garantias de crédito a baixos juros (3% ao ano) levavam a uma distorção de incentivos, fazendo com que os emprestadores de recursos (bancos) se mostrassem pouco interessados em investigar a qualidade dos projetos de seus clientes.

¹¹⁴ O Presidente Hee havia participado da *Kwantung Army* e seu fascínio pelo Japão é analisado em várias biografias.

¹¹⁵ Em 1962, o Japão adiantou empréstimos de curto prazo para a Coreia no valor de US\$ 40 bilhões e outros US\$ 18 milhões em doações; em 1963 \$ 37,4 milhões foram ofertados como crédito (na modalidade *long-term supplier credit* – isto é, um desconto de duplicatas) e uma soma não revelada foi fornecida através de subsidiárias americanas. O valor final das reparações de guerra pagas pelos japoneses (uma disputa remanescente dos tempos do Presidente Rhee) foi menor do que o valor esperado; de toda forma, os \$ 800 milhões pagos configuravam um valor expressivo para um país cujo total das exportações em 1964 era de apenas US\$ 200 milhões. Dos US\$ 800 milhões, US\$ 300 foram usados para construir a companhia Pohang Steel. Outros \$ 200 milhões foram usados para infraestrutura (incluindo plantas de energia, rodovias, redes de irrigação e investimentos no setor de comunicação). Os restantes US\$ 300 milhões foram para o financiamento de plantas exportadoras para o Japão (nos setores de energia, máquinas têxteis e equipamentos de transportes).

O maior problema, do ponto de vista do médio - longo prazo, é que o aumento da base monetária resultava em pressão inflacionária que, junto com a relutância do governo em desvalorizar o won, levava a uma sobrevalorização cambial – e um aumento nos gastos fiscais sob a forma de subsídios seletivos para compensar a perda de competitividade do câmbio. O mecanismo era perverso, já que a sobrevalorização da taxa de câmbio contribuía (enquanto as expectativas de uma crise cambial não se agravassem) para aumentar o desejo de tomar emprestado no exterior.¹¹⁶ Taxas de câmbio sobrevalorizadas, em ambiente de crédito abundante sem risco cambial, somavam-se ao fator proteção, tornando a lucratividade das firmas que se endividavam com recursos externos muito elevados. O resultado não poderia ter sido diferente: um influxo de crédito externo muito além do necessário para financiar importações, o que é facilmente verificável pelo crescimento nas reservas externas na Tabela XXIX. A mesma Tabela mostra o crescente déficit nas balanças de bens e de serviços depois de 1965 (natural em um contexto de sobrevalorização cambial e elevado crescimento econômico). A taxa de câmbio realista foi calculada assumindo que o nível alcançado em 1965 fosse de equilíbrio e corrigindo pela diferença entre as inflações externa e doméstica.

Tabela XXIX

| | Comércio e Taxas de Câmbio (Annual) | | | Taxa de Câmbio Realística - estimada (c) |
|------|--|-------------------------------|-------------------------------|---|
| | (Milhões de Dólares e won por dólar) | | | |
| | Déficit em Bens e Serviços | Reservas Internacionais(a) | Taxa de Câmbio Oficial (b) | |
| 1960 | 162,3 | 157,0 | 65,0 | 113,2 |
| 1961 | 198,4 | 207,0 | 130,0 | 131,2 |
| 1962 | 292,0 | 168,6 | 130,0 | 148,5 |
| 1963 | 402,8 | 131,5 | 130,0 | 190,8 |
| 1964 | 221,0 | 131,7 | 255,0 | 251,6 |
| 1965 | 198,6 | 141,6 | 271,0 | 265,4 |
| 1966 | 323,0 | 239,2 | 270,0 | 290,1 |
| 1967 | 417,1 | 350,6 | 274,2 | 320,8 |
| 1968 | 666,4 | 391,0 | 281,1 | 350,0 |
| 1969 | 794,4 | 552,9 | 303,7 | 371,4 |
| 1970 | 802,7 | 586,9 | 315,9 | 405,1 |
| 1971 | 1019,3 | 538,0 | 372,5 | 447,3 |

Fonte: Brown, 1973

(a) Inclui ouro e divisas, exclui reservas junto ao FMI.

(b) Taxas de Câmbio Oficial, posição em final de ano. Mudanças na taxa oficial antes da adoção de câmbio flutuante ocorreram em Fevereiro de 1960, Janeiro e Fevereiro de 1961 e Maio de 1964. Para 1965 e anos posteriores a taxa oficial é dada pelo valor de compra pago pelos bancos aos clientes.

(c) Calculado partindo do princípio que a taxa won por dólar de 1965 era realística, isto é, uma taxa de câmbio de equilíbrio. Valores nos outros anos foram calculados multiplicando essa taxa pela razão entre o Deflator do PNB coreano e o Índice de Preços por Atacado americano. A taxa mínima de \$ 255 won por dólares em 1964 foi estabelecida com base em estimativas levando em conta a paridade do poder de compra com o won no período.

¹¹⁶ Uma correção da taxa de câmbio nominal pela diferença entre a inflação interna e externa teria aumentado o custo do empréstimo externo, desencorajando o endividamento.

Conclusões

Este artigo foi estruturado em cinco partes. Nas três primeiras, nos dedicamos a analisar a história econômica e financeira coreana.

Ao longo da Parte I procuramos deixar claro que discordamos quanto à importância atribuída na literatura ao período que compreende a Primeira República para o desenvolvimento do país. A discordância começa pela observação de que o país cresceu 5,5% em média no período 1954-1958 (Fonte: Cole and Park, 1983) e que importantes instituições foram criadas no período. Os dados referentes a Primeira República (1948-1960) expostos mostraram que a participação do Estado nas finanças foi bastante significativa, apesar da aparente adoção dos princípios de liberalização financeira da Reforma proposta por Bloomfield e Jesen. O processo de privatização, aliás, só foi concluído em 1957 – ano em que o crescimento começa a se desacelerar e seus resultados (do ponto de vista da expansão esperada do crédito) foram decepcionantes. Assim, defendemos, a criação dos bancos especiais e do KDB parecem ter sido elementos fundamentais para manter o financiamento do desenvolvimento, sobretudo no que se refere ao período de elevado crescimento da Primeira República (1954-1958). A Ajuda Externa Americana foi, entretanto, de suma importância. Na medida em que esta declina, os bancos especiais perdem sua principal fonte de recursos e o crescimento se desacelera, como visto.

Na Parte II, vimos o processo de *take-off*, onde o país cresce (1961-1971) a taxas sem precedentes, puxada pelo setor exportador. Para financiar esse crescimento, uma reforma nos juros foi adotada com o intuito de elevar a poupança agregada. Para nós, o crescimento econômico do período deve ser atribuído não a uma maior poupança induzida por juros mais elevados, mas sim ao estabelecimento dos Planos Quinquenais de desenvolvimento (Primeiro e Segundo Planos) e à criação de uma convicção de que o crescimento era o destino do país (com o Presidente Hee convocando a nação a participar do processo), onde o Estado garantia o financiamento (seja fornecendo diretamente o crédito seja fornecendo garantias) e incentivos para os setores que considerava prioritários.

Na Parte III, analisamos o terceiro e o quarto Plano Quinquenais, ressaltando a ousadia da proposta ao continuar crescendo a elevadas taxas promovendo a etapa mais difícil da industrialização em um contexto pós-choque do petróleo. No que se refere às reformas financeiras, discutimos o Decreto de 1972 que buscou eliminar o mercado informal de crédito – sem sucesso. Aproveitamos essa reforma para discutir as peculiaridades desse mercado na

Coréia. Por fim, discutimos as medidas de fomento ao mercado de capitais e seu relativo sucesso.

Na Parte IV defendemos que o crescimento dos depósitos a prazo e de poupança que se seguiram à reforma dos juros de 1965 não corroboram a tese da repressão financeira, defendida nos moldes do arcabouço teórico do modelo Shaw Mackinnon. Vimos, aliás, que a existência de “repressão financeira” (juros negativos e políticas seletivas de crédito) não impediram que a economia crescesse na década de 1950 nem na de 1970.

Em relação ao inegável aumento dos depósitos de poupança após a reforma dos juros, argumentamos que grande parte desse aumento deve-se aos efeitos da redução da inflação e uma mudança na distribuição de recursos entre o setor financeiro formal e informal – e não a um incremento no volume de poupança. Admitimos, porém, que, em alguma magnitude não mensurável, a passagem de juros negativos e voláteis para patamares positivos possa ter contribuído para aumentar a propensão a poupar no curto prazo, uma vez que houve uma mudança de preços relativos de bens sensíveis a juros tais como bens duráveis.

Discordamos, sobretudo, de que seja o aumento da poupança a *causa causans* da aceleração do crescimento verificada na economia na segunda metade dos anos 1960. Para nós, o Estado ao: 1) garantir retornos positivos sobre os investimentos; 2) ao fornecer crédito abundante; 3) ao criar uma convenção do crescimento, através da fixação de metas nos Planos Quinquenais de Desenvolvimento; e 4) ao criar instituições para o financiamento deste desenvolvimento, contribuiu de forma substantiva para garantir um vigoroso crescimento puxado pelo investimento privado – sem precisar tanto do Estado-empresário (ou seja, do Estado atuando na produção), como em outras experiências de industrialização tardia. O crescimento, para nós, não foi uma consequência da maior poupança, mas sim o contrário – e aqui assumimos uma postura profundamente keynesiana.

Por fim, na Parte V, deste artigo buscamos mostrar que o crescimento coreano foi em grande medida financiado por capital estrangeiro colocado a disposição das firmas coreanas por bancos públicos com garantias do Estado – e que isto criou problemas no longo prazo, sobretudo no que se refere à competitividade da economia coreana (efeito sobrevalorização) e a própria percepção de sustentabilidade das contas externas ao final dos anos 1970. Ainda que importante parte dos fluxos fosse constituída por ajuda externa ou empréstimos em condições muito favorecidas, com dinâmica bastante peculiar, a percepção de crescente déficits em transações correntes (contrapartida do grande influxo de capitais) é, sempre, problemática.

ANEXOS

| Statement of Conditions of the Bank of Korea | |
|---|------------------------------------|
| Assets | Liabilities |
| Hwan Currency Assets | Hwan Currency Assets |
| Gov't Overdrafts | Issued Bank Notes and Coins |
| Loans to Banking Inst | Gov't Checking Deposits |
| Loans to BI from Counterpart Fund | Counterpart Funds |
| Private Loans (a) | Counterpart Funds Loan Funds |
| Gold and Silver Bullion | UNKRA Small Business Loan Funds |
| National Bonds | Deposits of Banking Institutions |
| Industrial Finance Debentures (b) | Deposits of Foreign Organizations |
| Treasury Agencies | Private Deposits |
| Uncleared Checks and Bills | Exchange Revaluation Reserver |
| Others (c) | Others |
| | Capital and Reserve Funds |
| Foreign Currency Assets | Foreign Currency Assets |
| Foreign Currencies on Hand (**) | Korean Japan Open Account |
| Due from Banks Abroad | Gov't Foreign Exchange Deposits |
| Foreign Exchange Pending Collection | Deposits of Foreign Organizations |
| Inter Office in Foreign Currency | Export and Import Guarantee |
| Loans (c) | Others |
| Others | |
| Assets Of Overseas Branches | Assets Of Overseas Branches |
| Due from Banks Abroad | Deposits |
| Loans | Export and Import Guarantee |
| Others | Others |
| Grand Total | Grand Total |

Source: Bank of Korea - Monthly Statistical Review

* Includes, in addition to US dollars, pounds sterling, HK dollars, D. Mark and Japanese yen all expressed in Hwan converted at the official rate of exchange between hwan and US dollars.

- (a) Consists mainly of loans made to domestic private foreign traders
- (b) Issued by Korean Reconstruction Bank and Guaranteed by the Government
- (c) Represents loan made to private foreign traders in foreign currency

Sources and Uses of Finance by Korean Corporations, Public and Private, 1963 - 1978 (billion won)

| | 1963 | | 1964 | | 1965 | | 1966 | | 1967 | | 1968 | |
|--|----------|-------|---------|---------|---------|-------|----------|-------|----------|-------|---------|-------|
| | Amount | % | Amount | % | Amount | % | Amount | % | Amount | % | Amount | % |
| Financing | 53.9 | 100.0 | 46.3 | 100.0 | 97.8 | 100.0 | 153.5 | 100.0 | 263.7 | 100.0 | 367.1 | 100.0 |
| Internal | 24.2 | 44.9 | 27.1 | 58.5 | 39.7 | 40.5 | 48.9 | 31.9 | 63.8 | 24.2 | 89.7 | 24.4 |
| External | 29.7 | 55.1 | 19.2 | 41.5 | 58.1 | 59.5 | 104.6 | 68.1 | 199.9 | 75.8 | 277.4 | 75.6 |
| Bank Loans | 9.2 | | 5.6 | | 21.4 | | 16.4 | | 63.6 | | 115.6 | |
| Loans from non-bank financial institutions | 7.6 | | 7.0 | | 7.8 | | 20.9 | | 31.7 | | 33.2 | |
| Securities | 8.0 | | 5.4 | | 9.1 | | 12.5 | | 9.1 | | 23.6 | |
| Foreign Loans | 8.3 | | 2.7 | | 4.7 | | 48.8 | | 64.6 | | 108.7 | |
| Others | (-3.4) | | (-1.5) | | 15.1 | | 6.0 | | 30.9 | | 19.9 | |
| Investment | | | | | | | | | | | | |
| Real | 49.6 | 92.0 | 46.9 | 101.3 | 82.2 | 84.0 | 131.1 | 85.4 | 185.2 | 70.2 | 257.5 | 70.2 |
| Fixed | 34.1 | | 44.3 | | 65.3 | | 125.2 | | 160.8 | | 226.8 | |
| Inventory | 15.5 | | 2.6 | | 16.9 | | 5.9 | | 24.4 | | 30.7 | |
| Financial | 4.3 | 08.0 | (-0.6) | (-01.3) | 15.6 | 16.0 | 22.4 | 14.6 | 78.5 | 29.8 | 109.6 | 29.8 |
| <i>(continued)</i> | | | | | | | | | | | | |
| | 1969 | | 1970 | | 1971 | | 1972 | | 1973 | | 1974 | |
| | Amount | % | Amount | % | Amount | % | Amount | % | Amount | % | Amount | % |
| Financing | 517.7 | 100.0 | 470.3 | 100.0 | 565.4 | 100.0 | 809.4 | 100.0 | 1,111.8 | 100.0 | 1,805.2 | 100.0 |
| Internal | 107.9 | 20.8 | 126.1 | 26.8 | 161.9 | 28.6 | 246.4 | 30.4 | 431.2 | 38.8 | 599.1 | 33.2 |
| External | 409.8 | 79.2 | 344.2 | 73.2 | 403.5 | 71.4 | 563.0 | 69.6 | 680.6 | 61.2 | 1,206.1 | 66.8 |
| Bank Loans | 130.6 | | 142.3 | | 182.8 | 32.3 | 156.2 | 19.3 | 307.4 | 38.5 | 625.5 | 34.7 |
| Loans from non-bank financial institutions | 67.8 | | 69.1 | | 68.7 | 12.3 | 93.9 | 11.6 | 135.8 | 17.0 | 159.3 | 8.8 |
| Securities | 59.5 | | 70.3 | | 85.6 | 15.1 | 157.8 | 19.5 | 172.1 | 21.5 | 148.9 | 8.3 |
| Foreign Loans | 124.1 | | 146.3 | | 137.1 | 24.2 | 102.8 | 12.7 | 184.1 | 23.0 | 246.3 | 13.7 |
| Others | 27.8 | | (-83.8) | | (-71.7) | | 53.2 | | (-118.8) | | 26.1 | 1.5 |
| Investment | | | | | | | | | | | | |
| Real | 308.9 | 59.7 | 373.3 | 79.5 | 476.1 | 84.2 | 490.3 | 60.6 | 774.4 | 69.7 | 1,394.6 | 77.3 |
| Fixed | 291.0 | | 339.1 | | 393.1 | | 455.7 | | 733.6 | | 1,701.5 | |
| Inventory | 17.9 | | 34.7 | | 83.0 | | 34.6 | | 40.8 | | 323.1 | |
| Financial | 208.8 | 40.3 | 96.5 | 20.5 | 89.3 | 15.8 | 319.1 | 39.4 | 337.4 | 30.3 | 410.6 | 22.7 |
| <i>(continued)</i> | | | | | | | | | | | | |
| | 1975 | | 1976 | | 1977 | | 1978 | | | | | |
| | Amount | % | Amount | % | Amount | % | Amount | % | | | | |
| Financing | 2,427.7 | 100.0 | 3,123.2 | 100.0 | 4,069.8 | 100.0 | 5,856.2 | 100.0 | | | | |
| Internal | 792.8 | 32.7 | 984.1 | 31.4 | 1,254.9 | 30.8 | 1,715.6 | 29.3 | | | | |
| External | 1,634.9 | 67.3 | 2,139.1 | 68.6 | 2,814.9 | 69.2 | 4,140.6 | 70.7 | | | | |
| Bank Loans | 523.6 | | 554.0 | | 757.2 | | 1,826.6 | 40.9 | | | | |
| Loans from non-bank financial institutions | 234.9 | | 376.2 | | 604.6 | | 988.7 | 22.2 | | | | |
| Securities | 295.5 | | 498.4 | | 719.9 | | 1,373.8 | 30.8 | | | | |
| Foreign Loans | 793.3 | | 621.9 | | 573.7 | | 273.4 | 6.1 | | | | |
| Others | (-212.4) | | 88.6 | | 159.5 | | (-321.9) | | | | | |
| Investment | | | | | | | | | | | | |
| Real | 1,650.0 | 68.0 | 1,861.4 | 60.0 | 2,508.9 | 61.6 | 3,792.8 | 64.8 | | | | |
| Fixed | 1,427.6 | | 1,778.7 | | 2,483.5 | | - | | | | | |
| Inventory | 222.4 | | 82.7 | | 25.4 | | - | | | | | |
| Financial | 777.7 | 32.0 | 1,261.8 | 40.0 | 1,560.9 | 38.4 | 2,063.4 | 35.1 | | | | |

Source: Cole and Park, 1963, P.31,33.

CAPÍTULO III

O PAPEL DO CRÉDITO BANCÁRIO NA PERFORMANCE INDUSTRIAL NA CORÉIA (1953-1969): UM MODELO DE PAINEL

CAPÍTULO III - O PAPEL DO CRÉDITO BANCÁRIO NA PERFORMANCE INDUSTRIAL NA CORÉIA (1953-1969): UM MODELO DE PAINEL

Este artigo tem por objetivo testar e mensurar a relevância dos empréstimos bancários para explicar a performance industrial coreana durante os anos 1950 e 1960. Através de um modelo de painel, buscamos correlacionar resultados industriais por setor com créditos fornecidos para os mesmos setores pelo Banco Coreano do Desenvolvimento (KDB) e pelos Bancos Comerciais (BC) coreanos durante dois períodos históricos: 1954-1960 e 1963-1969.¹¹⁷

Excluimos do nosso modelo o papel desempenhado pelos mercados de capitais no financiamento do desenvolvimento. Isto não apenas porque inexistem dados setoriais, por exemplo, no mercado de ações, mas principalmente porque, no período analisado (mais precisamente 1954-1969), o crédito bancário foi, de fato, a principal fonte de recursos externos para o financiamento do investimento. Esta situação vigora, pelo menos, até os anos 1970 na Coreia – sendo o papel desempenhado pelo mercado de capitais unanimemente considerado como irrelevante durante os anos 1950 e 1960.

Poder-se-ia argumentar, entretanto, que o sistema financeiro informal (como é o caso do *curb market* na Coreia) foi, ao contrário do mercado de ações, também muito importante para o financiamento durante as duas décadas analisadas. Não cabem dúvidas. Entretanto, os dados disponíveis sobre essa fonte de financiamento são descontínuos no tempo, incompletos em termos setoriais e apresentam grandes disparidades na sua magnitude, a depender da fonte utilizada.

Deve ser adicionado nesta introdução que o modelo de painel aqui desenvolvido não discute possíveis problemas de causalidade entre crescimento (medido pela performance industrial por setor) e o financiamento (mensurado através do crédito bancário setorial). De

¹¹⁷ Os mesmos exercícios estatísticos foram feitos para níveis e taxas de crescimento (neste caso, começando em 1955, já que o dado primário disponível em nível começa em 1954). Como veremos (e como, aliás, é comum em exercícios estatísticos), os coeficientes R^2 encontrados nas estimações usando o crescimento da produção industrial como variável endógena (com variáveis exógenas em níveis e em taxas) são muito baixos e os parâmetros β não são estatisticamente significantes – embora os testes AR(1), AR(2) e Wald apresentem bons resultados. No caso de usar a variável da produção industrial em nível como variável endógena, AR(1) e AR(2) apresentaram-se muito bem, mas o teste Wald não.

fato, uma crescente literatura questiona o rigor dos testes de causalidade em análises de painel (ver Angrist, Imbens e Rubin, 1996). Faremos, todavia, alguns comentários acerca da causalidade através de resenhas de alguns textos publicados sobre a questão aplicada ao caso coreano.

A Seção I deste artigo sumariza trabalhos contemporâneos que buscam discutir formas de mensurar a relação empírica entre o desenvolvimento financeiro e o crescimento econômico e apresenta o problema da causalidade. A seção II, por sua vez, apresenta um pequeno conjunto de dados sobre a evolução dos dados coreanos no período 1950-80. A terceira seção é onde desenvolvemos o nosso modelo de painel e os resultados obtidos. Enquanto a quarta complementa nossa análise de painel não apenas porque discute o problema da causalidade no caso coreano, mas também porque avalia um período complementar ao analisado em nosso modelo (período 1970-1992 – Choe, C e Moosa, I. 1999) e inclui, além do crédito bancário, ações, títulos, seguros etc. (Luintel, K. e Khan, M. (1999) e Demetriades, P. e Hussein, K (1996). Por fim, os resultados consolidados do modelo de painel encontram-se anexados ao final do artigo.

Seção I: A relação empírica entre crescimento e financiamento e o problema da causalidade

Goldsmith (1969) é a referência mais citada quando a pergunta é: qual a relação empírica entre o crescimento econômico e a funcionalidade do sistema financeiro? Basicamente, o autor supõe que o tamanho do sistema financeiro está correlacionado positivamente com a provisão e a qualidade de serviços financeiros. Assim, a relação volume de recursos intermediados/PIB é usado como *proxy* para medir o grau de desenvolvimento do sistema financeiro. Considerando diversas décadas (1860 a 1963) e diversos países (35), o autor encontrou um paralelismo estreito entre o desenvolvimento econômico e o financeiro além de indicações de que períodos de mais rápido crescimento foram acompanhados de taxas de desenvolvimento financeiro acima da média histórica. Entretanto:

“Goldsmith’s work, however, has several weaknesses: (a) the investigation involves limited observations on only 35 countries; (b) it does not systematically control for other factors influencing economic growth (Levine and David Renelt, 1992); (c) it does not examine whether financial development is associated with productivity growth and capital

accumulation; (d) the size of financial intermediaries may not accurately measure the functioning of the financial system; and (e) the close association between the size of the financial system and economic growth does not identify the direction of causality.” (Levine, Ross, 1996, p.31).

Seguindo os passos de Goldsmith, Ross Levine busca suprir as fragilidades acima apontadas. Em King e Levine (1993,a,b,c), por exemplo, o número de países foi aumentado (para 80, durante o período 1960-89); controles por outros fatores que afetam o crescimento de longo prazo foram adicionados, assim como outras medidas para avaliar o nível de desenvolvimento financeiro dos países.¹¹⁸ Buscando atingir uma medida mais precisa para o funcionamento do sistema financeiro, King e Levine (1993, a,b,c) desenvolveram quatro variáveis:

- DEPTH, razão entre passivos líquidos do sistema financeiro (moeda mais depósitos a vista mais passivos remunerados dos bancos e do sistema financeiro não bancário) divididos pelo PIB. Desta forma DEPTH, mede, em última análise, o tamanho dos intermediários financeiros.

- BANK, razão que tem no numerador o crédito bancário e no denominador a soma deste mesmo crédito dos bancos com o ativo doméstico do Banco Central. Esta variável mensura o grau em que os Bancos Comerciais e o Banco Central alocam comparativamente seus ativos. A idéia é que os bancos são mais propícios a exercer as cinco funções clássicas da intermediação financeira (procurar oportunidades de investimento, exercer controle corporativo, prover serviços de proteção ao risco, mobilizar poupanças e facilitar transações) do que o Banco Central.

- PRIVATE, a relação entre crédito alocado para as empresas privadas em relação ao crédito doméstico total (excluindo créditos aos bancos).

- PRIVY, relação entre créditos para empresas privadas em relação ao PIB.

Os resultados encontrados pelo autor são bastante robustos. Encontrou-se uma correlação forte entre PIB per capita e DEPTH. Os países mais ricos (*top 25%*) mantinham uma proporção maior da renda anual em recursos líquidos junto a intermediários financeiros formais do que os países mais pobres (25% inferiores). Mostrou-se, também, que a variável BANK é maior que 90% nos países 25% mais ricos, em contraste com 50% no quartil mais pobre. Isso significa que os bancos comerciais assumem um papel mais relevante na alocação dos créditos do que o Banco Central, nas economias mais ricas. Entretanto, visto que os bancos não são os únicos intermediários financeiros que desempenham funções financeiras

¹¹⁸ Citado em Levine, R, 1996.

valiosas (e podem também emprestar ao governo ou às empresas públicas), o fato de que a variável BANK é mais elevada nos países mais ricos não constitui “a very strong evidence to prove the argument that commercial banks are more efficient in allocating assets” (ibidem). Finalmente, foi encontrada uma correlação positiva e estatisticamente significativa entre PIB real per capital e a extensão em que os empréstimos são direcionados ao setor privado.

Após ter analisado cada uma das variáveis ao longo do tempo, os autores rodaram 12 regressões (para 77 países sobre o período 1960-89) a fim de discutir a relação entre cada uma daquelas quatro variáveis financeiras com as três variáveis dependentes do crescimento (ver G(j) na especificação abaixo). Adicionaram também fatores de controle ao crescimento econômico, tais como a renda per capita, o nível de instrução, a estabilidade política, um indicador de taxa de câmbio, além de variáveis ligadas ao comércio exterior, resultados fiscais, e política monetária (criando uma matriz de informação condicional dos controles). A regressão rodada foi:

$$G(j) = \alpha + \beta F(i) + \gamma X + \varepsilon, \text{ onde:}$$

- F(i) representa o valor médio do i-ésimo indicador de desenvolvimento financeiro (DEPTH, BANK, PRIVY, PRIVATE) avaliado em média durante o período 1960-89;
- G(j) representa o valor do j-ésimo indicador de crescimento médio no mesmo período (Crescimento do Produto Per Capita, Crescimento do Estoque de Capital per Capita, ou crescimento da produtividade calculado como resíduo de Solow);
- X representa a matriz de informação condicional para o controle por outros fatores associados ao crescimento econômico.

O resultado encontrado foi uma forte e positiva correlação entre cada um dos quatro indicadores financeiros, F(i), com os três indicadores de crescimento econômico G(i). Todos os coeficientes associados ao desenvolvimento econômico encontrado mostraram-se estatisticamente significantes. Além disso:

“... the sizes of the coefficients imply an economically important relationship. ... the coefficient of 0.024 on DEPHT implies that a country that increased DEPHT from the mean of the slowest growing quartile of countries (0.2) to the mean of the fastest growing quartile of countries (0.6) would have increased its per capital growth rate by almost 1 percent per year. This is large. The difference between the slowest growing 25 percent

of countries and the fastest growing quartile of countries is about five percent per annum over this 30year period. Thus, the rise in DEPHT alone eliminates 20 percent of this growth difference” (Levine, R, 1996, p. 33)

O Problema da Causalidade

Como pode ser facilmente observado, o modelo apresentado não considera o problema da causalidade. Para examinar se o financiamento segue o crescimento do produto (ou o precede), King e Levine (1993b, citado no Levine, no R, 1996) estudam se a “profundidade” do desenvolvimento financeiro (medido como DEPTH) no ano de 1960 prediz o crescimento econômico para cada um dos indicadores de crescimento (G_i) definido previamente). Os autores encontraram que a “profundidade financeira” em 1960 está, sim, correlacionada significativamente com cada um dos indicadores do crescimento calculados como uma média sobre o período 1960-89 (na realidade, foram utilizadas médias para cada um dos períodos – 1960, 1970, e 1980; de forma que havia potencialmente três observações por o país). Estes resultados, adicionados a alguns outros estudos de séries temporais, sugerem que o nível inicial do desenvolvimento financeiro é um bom preditor das taxas de crescimento subsequentes (medido das três formas mencionadas) para os 30 anos seguintes, mesmo após o controle para todas as variáveis consideradas na matriz de X .

“Thus, finance does not merely follow economic activity. The strong link between the level of financial development and the rate of long-run economic growth does not simply reflect contemporaneous shocks that affect both financial development and economic performance. There is a statistically significant and economically large empirical relationship between the initial level of financial development and futures rates of long-run growth, capital accumulations, and productivity improvements. Furthermore, insufficient financial development has sometimes created a ‘poverty trap’ and thus become a severe obstacle to growth even when a country has established other conditions (macroeconomic stability, openness to trade, educational attainment, etc) for sustained economic development (jean-Claude Berthelemy and Aristomene Varoudakis 1996). (Levine, R, ibidem, p. 35)

Outros autores chegaram a conclusões similares estendendo a discussão da causalidade entre desenvolvimento financeiro e o crescimento econômico. De fato, usando dados por empresa e por indústria tanto para análises entre diversos países como para análises envolvendo apenas os Estados Unidos, pesquisas recentes apresentam evidência consistente com a visão de que o nível do desenvolvimento financeiro afeta a taxa e a estrutura do desenvolvimento econômico.

Rajan e Zingales (1996), examinando dados industriais em uma grande amostra de países, encontraram que as indústrias que se utilizam de fontes externas de financiamento (ao invés de auto financiamento) crescem comparativamente mais rápido em países que possuem bons indicadores de intermediação financeira (medido por PRIVY) e elevado desenvolvimento no mercado de ações (medidos pela capitalização do mercado de ações) do que em países que começam com sistemas financeiros relativamente fracos. Asli Dermiguc-Kunt e Vojislav Maksimovic (1996b) também encontraram o resultado que as firmas com acesso a mercados de ações mais desenvolvidos crescem a taxas mais elevadas quando podem contar com esses mercados do que quando não o podem. Jayaratne e Strahan (1995) argumentam que quando restrições interestaduais são relaxadas, a qualidade dos empréstimos bancários é incentivada e o crescimento do produto real é acelerado.¹¹⁹

Entretanto, esses estudos empíricos não resolvem de forma definitiva o problema da causalidade. Em primeiro lugar, o desenvolvimento financeiro pode predizer o crescimento simplesmente porque sistemas financeiros se desenvolvem em antecipação ao crescimento econômico futuro. Em segundo, as diferenças em sistemas políticos, tradições legais ou nas instituições podem estar direcionando a ambos, o desenvolvimento financeiro e o crescimento econômico: “While these studies do not prove that finance causes growth, the body of evidence would tend to push many skeptics toward the view that the finance-growth link is a first-order relationship and that difference in financial development can alter economic growth rates over ample time horizons” (p.36).

Seção II: Mensurando a evolução financeira da Coréia – evolução de indicadores

Na literatura sobre financiamento, uma primeira aproximação para medir a evolução do sistema financeiro é olhar a evolução do passivo bancário, mais especificamente, averiguar o crescimento dos depósitos dos bancos comerciais como proporção do PIB.¹²⁰ Uma segunda aproximação é feita olhando, pelo outro lado, a evolução do ativo dos bancos, ou seja, a relação Crédito/PIB. Há ainda uma terceira alternativa: considerar a evolução do conceito M2

¹¹⁹ Todas as citações em Levine, R, 1996, p. 36).

¹²⁰ Para medir o tamanho de sistema financeiro pode-se olhar no Balanço para o lado do ativo ou do passivo – sendo a diferença igual, por definição ao Patrimônio Líquido, que no caso das instituições financeiras costuma ser pequeno.

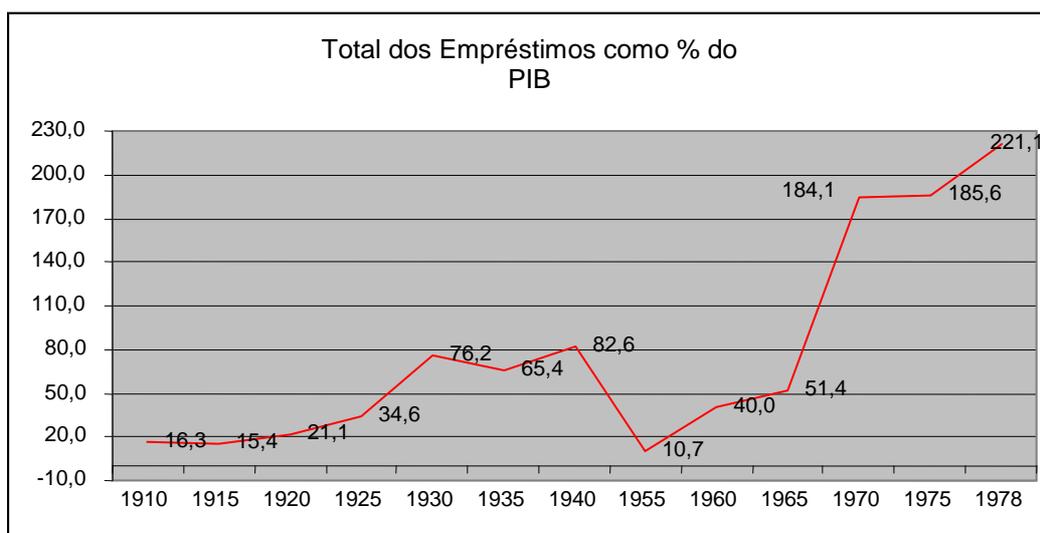
(moeda expandida – meios de pagamento acrescidos dos depósitos a prazo) em relação ao PIB. Vejamos a magnitude do desenvolvimento financeiro no país sob cada uma dessas variáveis.

Em 1911, a Coréia apresentava 0,06% na relação depósitos nos bancos comerciais sobre PIB; em 1935 esta já havia alcançado 0,52 – demonstrando forte vigor de desenvolvimento financeiro ainda durante o período colonial japonês. Depois de um longo período de declínio (incluindo tempos difíceis tais como a Segunda Guerra Mundial e Guerra Civil, que dividiu o país em torno do paralelo 38), a relação Depósitos – PIB voltou a crescer atingindo 0,71 em 1970 e 0,83 em 1978 (Cole and Park, 1983, p.17-19).

Se olharmos, alternativamente, sob a ótica dos ativos bancários, veremos que no período 1970-78 a relação Crédito/PIB era nada menos do que duas vezes a média do período 1930-40. Como mostra o Gráfico I abaixo, a relação vinha crescendo desde 1910 (dados não disponíveis para o período 1945-1954 – interpolação feita).

Para se ter uma noção do que essas taxas financeiras representam, vejamos a relação Crédito-PIB em outros países. O clássico estudo de Goldsmith (1969) mostra que, em 1963, essa proporção atingia nos países desenvolvidos 1,56 – enquanto nos menos desenvolvidos 0,64 (usando uma amostra de 34 países no total). Neste contexto, a Coréia apresentava, em 1963, uma relação de 0,33 atingindo 0,80 ao final dos anos 1970 – ou seja, apenas no final desta década o país superava a norma obtida pelos países menos desenvolvidos.

Gráfico I



Fonte: Cole and Park,

Entretanto, se somarmos ativos financeiros do exterior (uma vez que no caso coreano os ativos estrangeiros eram garantidos pelo governo e, portanto, representam uma fonte de financiamento disponível domesticamente a baixos custos) – a relação Crédito/PIB atinge 1,2 por cento – comparável com a de outras nações desenvolvidas.¹²¹ De forma semelhante, várias comparações mostram que o nível do desenvolvimento financeiro na Coreia nos anos 1970 era relativamente alto quando comparado a países de nível de desenvolvimento econômico semelhante.

Olhando por outro ângulo, agora usando a estatística de Gurley (M2/PIB) como indicador do tamanho relativo do sistema financeiro, Cole and Park (1983) mostram que essa relação era bem menor do que a norma para países de nível de renda per capita semelhante durante o período 1955 a 1965.¹²² Entretanto, ela começa a crescer de forma nítida no período 1965-1969 para se tornar ligeiramente acima da norma em 1973. A Tabela I abaixo mostra o comportamento dos agregados monetários como proporção do PIB no período 1964-1978. Observa-se uma mudança de patamar em 1965, quando as taxas de juros nominais dobram por determinação do governo, uma redução na relação após 1970 e reversão do movimento no ano seguinte. Mostra-se igualmente que a inflação, embora tenha sido reduzida, permaneceu elevada, mantendo-se em dois dígitos e subindo significativamente após o choque do Petróleo.

¹²¹ Entretanto, permaneceu abaixo do nível japonês de 2.2 em 1963 – Cole and Park, p. 25.

¹²² Gurley has show that per capita income is a significant variable in explaining the ratio M2-GNP.

Tabela XXX
Crescimento Financeiro, Inflação e Taxas de Juros (1964-1978)

| Ano | M1/PIB | Quase Moeda/PIB | M2/PIB | Varição Índice de Preços por Atacado | Varição Índice de Preços ao Consumidor | Taxas de juros nominais em depósitos com 1 ano de duração | Taxa de Juros dos Depósitos reais * |
|------|--------|-----------------|--------|--------------------------------------|--|---|-------------------------------------|
| 1964 | 6,8 | 2,1 | 8,9 | 35,1 | - | 15,0 | -20,1 |
| 1965 | 8,1 | 3,9 | 12,1 | 9,9 | - | 30,0 | 20,1 |
| 1966 | 8,2 | 6,9 | 12,7 | 9,0 | 11,6 | 30,0 | 21,0 |
| 1967 | 9,6 | 10,2 | 6,6 | 6,4 | 10,4 | 30,0 | 23,6 |
| 1968 | 10,8 | 15,7 | 11,3 | 8,6 | 10,9 | 26,0 | 17,4 |
| 1969 | 11,7 | 21,0 | 13,8 | 6,4 | 12,5 | 24,0 | 17,6 |
| 1970 | 11,5 | 22,1 | 7,4 | 9,1 | 16,1 | 22,8 | 13,7 |
| 1971 | 10,9 | 22,2 | 8,8 | 8,8 | 13,4 | 22,0 | 13,2 |
| 1972 | 13,0 | 23,3 | 5,7 | 13,8 | 11,7 | 15,0 | 1,2 |
| 1973 | 14,3 | 24,3 | 14,7 | 6,9 | 3,2 | 12,6 | 5,7 |
| 1974 | 13,0 | 20,5 | 7,5 | 42,1 | 24,3 | 15,0 | -27,1 |
| 1975 | 12,3 | 20,1 | 7,0 | 26,6 | 25,3 | 15,0 | -11,6 |
| 1976 | 11,8 | 19,8 | 14,2 | 12,1 | 15,3 | 15,6 | 3,5 |
| 1977 | 13,0 | 21,5 | 10,6 | 9,0 | 10,1 | 15,8 | 6,8 |
| 1978 | 12,2 | 22,6 | 12,5 | 11,7 | 14,4 | 16,9 | 5,2 |

Fonte: Cole and Park, 1983. P.230.
 Observação: *Ajustado segundo a taxa de variação dos preços a atacado.

Seção III: Financiamento do Desenvolvimento – Um modelo de painel aplicado ao caso coreano dos anos 1950 e 1960

Metodologia¹²³

Para analisar os efeitos dos empréstimos dos Bancos Comerciais e do Banco Coreano do Desenvolvimento (KDB, doravante) no desempenho industrial, um modelo de Painel foi desenvolvido. A razão para tal escolha metodológica reside no fato de possuímos um grande número de diferentes setores industriais que serão analisados durante um período relativamente pequeno de tempo.

¹²³ Agradeço ao Professor Márcio Holland os comentários críticos efetuados e a ajuda com pacotes computacionais de Painel de Dados. Todos os problemas remanescentes são, porém, de minha total responsabilidade.

Modelos de Painel, ao combinar variações nas micro-unidades com variações ao longo do tempo, fornecem maior variabilidade, aliviando problemas de multicolinearidade e tornando a estimação o mais eficiente possível. Ademais, a estrutura de painel permite uma melhor análise do ajuste dinâmico das variáveis (ao longo do tempo). Diferente das análises em séries de tempo, não se requer longos períodos (série de tempo longa), explorando as informações existentes nas reações dinâmicas conjuntas entre diversos indivíduos. Finalmente, a análise de painel permite identificar, por exemplo, em quais setores da economia o crédito bancário mostrou-se mais relevante.

Adotamos aqui o modelo de “efeito fixo” (*fixed effect model*), a fim evitar o viés dos coeficientes estimados – viés que é comum em análises padrões de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) aplicadas às estruturas de painel.¹²⁴ Na realidade, o modelo de efeito fixo nada mais é do que uma transformação linear (“entre grupos” – *within sector*) que consiste em subtrair de cada observação o valor médio observado para cada indivíduo ao longo do período em análise (no caso, o valor médio dos empréstimos para um determinado setor industrial ao longo do tempo). Feita essa transformação, os coeficientes de MQO dos dados transformados produzem a desejada inclinação (eficientemente estimada).

Periodização

Para analisar os anos de 1950 e 1960, o período foi dividido em duas sub-amostras: 1954-1960; 1963-69. A razão para começar no ano de 1954 (na primeira amostra) é que 1953 é ano do fim da Guerra da Coreia e também o ano em que é criado o KDB. Os dados, portanto, se iniciam no ano seguinte a esses importantes eventos. Na realidade, existem poucos dados disponíveis para os anos entre 1950 e 1953 – e aqueles que existem são considerados não confiáveis – devido aos problemas de mensuração em tempos de Guerra.

A Revolução Coreana de 1961 e a mudança da unidade monetária (do *Hwan* para o *Won*) foram consideradas igualmente como mudanças estruturais nos dados, justificando a divisão da série nos anos 1960. O nosso segundo período de análise começa apenas em 1963, não somente por causa do tumultuado ambiente político entre 1960-1962, mas também pela

¹²⁴ Nas análises de painel, assume-se que embora cada micro unidade possua a mesma inclinação, cada uma delas tem um diferente intercepto com o eixo Y. Este fenômeno sugere que os coeficientes, estimados através do método de Mínimos Quadrados Ordinários, são viesados – a não ser que a influência das variáveis omitidas (expressas nos diferentes interceptos) esteja não correlacionada com as variáveis explicativas explicitadas no modelo (Kennedy, P, 2003 pp. 303-304).

indisponibilidade de dados para algumas de nossas variáveis exógenas, e pela necessidade de ajustar o número das observações nas sub-amostras, a fim de melhorar as comparações.

A falta de disponibilidade de informações históricas em fontes tradicionais de dados internacionais (tais como no Banco Mundial, nas Nações Unidas, no FMI e no World Factbook) implicou o uso de inúmeras e diferentes publicações mensais do Banco Central Coreano.¹²⁵ As fontes de dados aqui utilizadas foram: *The Monthly Statistical Review*; *The Monthly Economic Statistics*; e *The Monthly Statistical Bulletin*.

A primeira etapa da análise empírica conduzida nesta pesquisa foi criar uma homogeneidade entre a informação disponível para os empréstimos por setor (em unidades monetárias) e os números-índice da produção industrial (também por setor). Para tanto, utilizamos o *Seul Index Price*, como deflator e criamos um número-índice de empréstimos, nas mesmas bases que os dados Industriais.¹²⁶ Entretanto, para construir o painel, alguns dados de setores tiveram que ser cortados por conta da falta de informação sobre a variável endógena (produção industrial), bem como o último ano de cada sub-amostra das variáveis exógenas (empréstimos por setor) teve que ser calculado por aproximação.¹²⁷

Após estas transformações, nós combinamos o efeito da taxa de crescimento e do nível dos empréstimos como variáveis explicativas do desempenho da indústria (também medido em nível, assim como em taxa de crescimento).¹²⁸ A idéia por detrás da construção de tantos modelos é tentar avaliar um dilema: se é o nível de empréstimos ou o crescimento destes o que realmente influencia a performance econômica. Ou ainda, se o nível e o crescimento são ambos relevantes.

Para responder a tais questões, criamos três variantes do modelo básico. A **Estimação Padrão** compreende 16 setores (ver Apêndice 2) e é aplicada para combinações entre variáveis de nível e crescimento. Entretanto, devido ao fato de que o setor de energia poderia estar correlacionado com o desempenho de algum dos setores industriais, e também em razão

¹²⁵ Em geral, o Banco Central da Coreia não fornece informações sobre o período de 1950s, e não há dados sobre empréstimos fornecidos por setores econômicos. Tampouco o *Korea National Statistical Office* (banco de dados online) fornece séries que comecem em 1950s.

¹²⁶ O *Seul Index Price* é o único disponível para todo o período.

¹²⁷ A informação para empréstimos por setor em 1960 (em *Hwan*) e o mesmo tipo de informação em 1969 (em *Won*) cessam no mês de outubro. A média dos últimos três meses foi usada como um *proxy* para os dois meses seguintes a fim de se conseguir o valor completo destes anos.

¹²⁸ Utilizamos a referida transformação (correção por deflator e transformação em índice) para controlar os modelos a fim de averiguar se a alta correlação encontrada para níveis de empréstimo e o nível de produção industrial poderia ser atribuída ao próprio processo de construção dos dados. Embora as variáveis de controle tenham se mostrado significativas na nova regressão, a adição do controle não alterou a significância das variáveis exógenas originais.

de sua maturidade de longo prazo, repetimos o exercício sem o setor de energia (WitEnSec, nas Tabelas).

Finalmente, para lidar com o fato de algumas vezes o crédito ser concedido em um determinado período, mas seu efeito só ocorrer depois, fizemos uso de estimações com variáveis em médias móveis (três anos) nos dados de empréstimos.¹²⁹ Os resultados da Média Móvel (MovAver, nas Tabelas) também excluem os setor de energia, visto que a maturidade deste setor é superior a três anos. A exclusão do setor de energia e o cálculo de médias móveis, no entanto, diminuem o tamanho das nossas amostras – conforme pode ser verificado pelo número de observações nas tabelas.

Fazendo combinações entre níveis e taxas de crescimento como variáveis endógenas para os períodos de 1950s e 1960s, chegamos a quatro tabelas, todas elas contendo a mesma combinação de variáveis endógenas e as mesmas variantes do modelo básico (padrão, sem energia e média móvel).

O Modelo e as Variáveis

O modelo básico em estrutura de painel aqui construído é:

$$y_{it} = \alpha + \beta X_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Onde:

y_{it} é a variável endógena considerada;

X_{it} é a variável exógena;

α e β são parâmetros e

ε_{it} é o termo de erro estocástico.

Após rodar os “dados painel” $\alpha \rightarrow 0$, devido ao uso do modelo de efeito fixo.

Definição das Variáveis Endógenas:

- Crescimento da Produção industrial;
- Nível de Produção Industrial.

¹²⁹ Todavia, ao colocar uma variável explicativa em médias móveis, em princípio, pioramos a questão da estacionariedade, já que a tendência se torna mais proeminente.

Definição das Variáveis Exógenas:

- Crescimento Anual dos Empréstimos do Korean Development Bank (KDBGr);
- Crescimento Anual dos Empréstimos de todos os Bancos Comerciais (CBGr);
- Nível de Empréstimos do Korean Development Bank (KDBL);
- Nível de Empréstimos de Todos os Bancos Comerciais (CBL);
- Nível total de empréstimos (TotalL);
- Crescimento do Nível Total de Empréstimos (TotalGr)

Sub-amostras: ¹³⁰

- 1955-60
- 1964-69

Modelos:

- Padrão (Standard)
- Sem Energia (Without Energy - WitEnSec)
- Média Móvel (Moving Average - MovAver)

Variantes dos Modelos:

Há seis modelos (identificados por cores diferentes na Tabela abaixo) combinando as variáveis exógenas e as endógenas. Cada um dos modelos foi estimado na versão Padrão, Sem Energia e Média Móvel.

¹³⁰ Dado que estamos usando a taxa de crescimento como variável endógena, o painel foi construído começando em 1955 ao invés de 1954 – primeiro ano de informação disponível - assim como 1964 ao invés de 1963. No caso das Médias Móveis, o período compreende 1957-60.

Y = Crescimento da Produção Industrial ou Nível de Produção Industrial

| | KDBG _r | CBG _r | KDBL | CBL | TotalGr | TotalL |
|---------|-------------------|------------------|------|-----|---------|--------|
| Model 1 | € | € | | | | |
| Model 2 | | | € | € | | |
| Model 3 | | | | | € | |
| Model 4 | | | | | | € |
| Model 5 | € | € | | | | € |
| Model 6 | | | € | € | € | |

Resultados Esperados:

Se os empréstimos concedidos pelo KDB e os empréstimos concedidos pelos bancos comerciais foram importantes para explicar a performance industrial da Coreia (hipótese da relevância do financiamento para o desenvolvimento econômico), nos anos 1950s e 1960s, nós devemos esperar:

- Sinais positivos nos parâmetros β ;
- Elevados t-valores (significância);
- R^2 moderadamente alto.

Na realidade, dado que nosso modelo somente considerou empréstimos bancários (excluindo, portanto, empréstimos realizados pelo setor informal e o uso do auto-financiamento – ambos considerados bastante relevantes na literatura financeira do país para o período em consideração – e também exclui empréstimos tomados diretamente no exterior e o financiamento via mercado de capitais – considerados pouco relevantes) como variável explicativa, não se deve esperar que o R^2 seja muito elevado.

Principais Resultados Encontrados:

1. Os empréstimos bancários parecem ter maior poder para explicar o nível alcançado na produção industrial do que para explicar o crescimento da produção industrial nos anos 1950s e 1960s.

- Os coeficientes R² encontrados nas estimações utilizando o crescimento da produção industrial como variável endógena foram muito baixos em 1950s e o parâmetro β não foi estatisticamente significante. Os resultados para os anos 1960s foram um pouco melhores, alcançando parâmetros significativos para algumas variantes do modelo, mas com R² atingindo um máximo de 0,13.¹³¹
- Os modelos que utilizam o nível de crescimento da produção industrial como variável endógena se mostram bastante correlacionados com os empréstimos por setor, especialmente quando os modelos consideraram o nível de empréstimo como variável explanatória. Os R² alcançados em alguns modelos foram maiores que 0,50 nos anos 1950s e maiores que 0,60 nos anos 1960s.

2. O Sinal e a Relevância dos coeficientes variaram entre modelos e entre períodos.

- O coeficiente associado ao nível dos empréstimos do KDB encontrado nos modelos é, em regra, positivo e significativo para explicar o nível de produção industrial nos anos 1950s, conforme esperado pela teoria. Contudo, quando ao invés do nível se utiliza a variável crescimento dos empréstimos do KDB, o coeficiente aparece como negativamente correlacionado, mas não significativo (também para os anos 1950). Um fato que poderia explicar este comportamento é a hipótese de que, no início de suas operações, os empréstimos do KDB por setor experimentaram grandes flutuações.
- Durante os anos de 1960, os empréstimos do KDB (tanto em nível como em taxas de crescimento) são positivamente relacionados com o crescimento da produção industrial, mas nem sempre de uma maneira significativa. O sinal alterna quando os empréstimos do KDB (tanto em nível como em taxas de crescimento) são usados para explicar o nível da produção industrial.
- O crescimento dos empréstimos dos BCs está positivamente correlacionado com o crescimento da produção industrial em 1950s e 1960s (Tabelas 1 e 3) no modelo Padrão e na variante Sem Energia. Entretanto, na variante médias móveis o sinal muda. Os resultados, todavia, não foram significativos do ponto de vista estatístico.

¹³¹ A análise dos resíduos nos modelos com níveis não revelaram problemas de estacionaridade.

3. O Modelo 6, que combina níveis de empréstimos do KDB e dos BCs com o crescimento do total de empréstimos, parece ser o melhor modelo para explicar o nível da produção industrial setor a setor, apresentando os mais elevados R2s tanto para os anos 1950 quanto para os anos 1960. O nível dos empréstimos dos bancos comerciais não aparece, porém, como significativos na análise dos anos 1950 (exceto na versão que exclui o setor energético, de maior prazo de maturação). O nível de empréstimos do KDB, por sua vez, não aparece como estatisticamente significativo para explicar o desempenho industrial nos anos 1960.

Considerações Finais do Modelo:

Uma fragilidade estatística dos modelos em painéis aqui testados é a necessidade de eles serem controlados por outras variáveis explanatórias não relacionadas aos empréstimos. Na literatura empírica que discute o crescimento econômico coreano, a maioria dos modelos usa o Capital e o Trabalho como variáveis explicativas para o crescimento, sendo a Produtividade Total do Fatores obtida por resíduo (Modelo de Solow). Todavia, nem Capital nem Trabalho podem ser considerados como independentes dos empréstimos concedidos pelo setor bancário (até mesmo o fator Trabalho depende de empréstimos para capital de giro). A produtividade do trabalho também não pode ser usada como variável, pois é definida como o produto por trabalhador, tendo assim uma forte relação com a variável endógena. Outras variáveis de controle, como nível educacional, não possuem dados disponíveis por setor industrial.

Finalmente, encontrar um instrumento que evite o problema da endogeneidade (entre crescimento e empréstimos – problema da causalidade a seguir discutido) é uma tarefa ainda mais difícil do que o controle em painel. Variáveis financeiras que explicam crescimento, tais como taxa de juros e taxas de câmbio, são de fato correlacionadas com as variáveis explanatórias (primeira condição para ser selecionada como um instrumento); no entanto, também são relacionadas com o termo de erro.

Seção IV: Considerações sobre o problema da causalidade

A associação positiva encontrada entre o desenvolvimento financeiro (medido pela evolução dos empréstimos bancários) e o crescimento econômico (aqui mensurado através da produção industrial) é insuficiente para estabelecer a direção da causalidade entre crescimento e financiamento – o que é conhecido como o “Problema de Patrik” (Patrick’s Problem – conforme Patrick, H., 1966).

Trabalhos empíricos sobre a questão da causalidade entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico são esparsos na literatura. Na realidade, no que se refere a modelos de painel, pela existência de controvérsias e problemas estatísticos, são simplesmente inexistentes. No que se refere a análises em séries temporais sobre o tema, os trabalhos também são raros, devido à escassez ou inconsistência de séries de tempo longas de dados financeiros para países em desenvolvimento.¹³² Entretanto, existem algumas exceções.

O Problema da Causalidade

No contexto de séries temporais, uma série x_{1t} é dita “causar” outra série x_{2t} se $E[x_{2t+1} | J_t] \neq E[x_{2t+1} | J_t']$, onde J_t é o conjunto informacional contendo todas as informações disponíveis enquanto J_t' exclui as informações passadas e presente de x_{1t} . Isto significa que x_{2t+1} é a melhor previsão (*smaller forecast error variance*) se a informação x_{1t-1} é usada do que se não usada (Demetriades e Hussein, 1996). O teste de convencional de causalidade de Granger envolve especificar um VAR bivariado de ordem K:

¹³² Buscando resolver a questão da insuficiência de observações no tempo, algumas alternativas foram criadas. Gupta (1994, citado em Demetriades e Hussein, 1996), por exemplo, foi o percussor, buscando séries trimestrais (a fim de reduzir o problema da insuficiência de observações). Entretanto, seus testes de causalidade dizem mais sobre se a moeda (M2) causa a produção industrial (o que se relaciona aos efeitos reais da política monetária) do que se o desenvolvimento financeiro promove o desenvolvimento econômico (p. 389). Outro importante estudo citado por Demetriades e Hussein é o realizado por Jung (1986) em abordagem de VAR. Entretanto, as variáveis utilizadas por ele são I(1) (ou seja, precisam ser diferenciadas uma vez para se tornarem estacionárias) de forma que seus resultados só são válidos se as variáveis cointegram (quer dizer, se existe alguma transformação linear que tornas as variáveis, quando tomadas em conjunto, I(0)). Entretanto, ainda que cointegrem, os testes de Wald (utilizados para avaliar causalidade de Granger) só são válidos assintoticamente – e o número de observações utilizado por Jung (15 em alguns casos) é insuficiente para aplicar teorias assintóticas (idem, p. 390). Outro modelo citado é o desenvolvido por King e Levine (1993) no contexto de corss-section – ver capítulo I.

$$x_{1t} = \mu_1 + \pi_{11}(L) x_{1t-1} + \pi_{12}(L) x_{2t-1} + \varepsilon_{1t}$$

$$x_{2t} = \mu_2 + \pi_{21}(L) x_{1t-1} + \pi_{22}(L) x_{2t-1} + \varepsilon_{2t}$$

Onde μ_1 e μ_2 são constantes, $\pi_{ij}(L)$ é o polinômio de ordem k-1 no operador defasagem (Lag Operator – L). A hipótese nula é que x_{1t} não causa no sentido de Granger x_{2t} e pode ser testado pelos métodos padrões (F-test, ver Demetriades e Hussein, p. 411). Se não há raízes unitárias, o VAR das equações (1) e (2) é estável e $\{X_t\}$ é um processo estacionário. Se as variáveis possuem duas raízes unitárias, é preciso rodar um VAR em primeira diferença. Por fim, se há uma raiz unitária, as variáveis se encontram cointegradas e os testes de causalidade podem ser realizados na forma ECM (ver Lütkepohl, H. e Krätzig, M., 2004).

Demiatres, P. e Hussein, K. (1996) rodaram o VAR bivariado acima para 16 países e encontraram que nos testes usando como variáveis explicativas do crescimento (medido como logaritmo do PIB per capita) dois indicadores financeiros (o logaritmo da relação passivos bancários/PIB nominal e, alternativamente, o logaritmo dos empréstimos bancários/PIB nominal), as variáveis cointegram. O financiamento causa o crescimento e o crescimento causa o financiamento. Ou seja, o resultado encontrado pelos autores é de que a relação entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico é bidirecional, embora para outros países a relação seja unidirecional.

Um pouco diferente dos resultados acima encontrados, Luintel, K e Khan, M (1999) examinam a relação de causalidade no longo prazo entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico em um contexto multivariado, usando dados de 10 países (ao invés de um estudo bivariado como o acima mencionado) e realizando procedimentos em dois estágios (*two step testing procedure*). Nesse estudo, os autores encontram causalidade bidirecional para **todos** os países analisados (que também incluem a Coreia, diga-se).

Por fim, Choe e Moosa (1999) desenvolvem um modelo que é de particular interesse no contexto desse artigo, uma vez que supre diversas de nossas deficiências e se debruça específica e somente sobre o caso coreano. O modelo (em séries temporais) avalia a relação entre financiamento e crescimento no período posterior ao exercício aqui realizado: de 1970 a 1992 e usa não apenas o crédito bancário, mas diversos ativos financeiros, procedendo inclusive alguns controles.

Os ativos financeiros considerados envolvem moeda (C), depósitos à vista (DD), outros depósitos (OD), seguros e pensões (IP), títulos (HSE), ações (HST) e outros itens

(miscellaneous). C, DD, OD e IP medem como as famílias alocam seus fundos entre intermediários financeiros em um sentido amplo, enquanto HSE e HST indicam o acesso direto das famílias ao mercado de capitais. Desta forma, são definidas duas variáveis para o setor financeiro:

$$h_i = \text{taxa de crescimento de } (DD + OD + IP)/\text{PIB},$$

$$h_m = \text{taxa de crescimento de } (HSE + HST)/\text{PIB}^{133}$$

Além das famílias, existe o setor empresarial, cujos passivos financeiros incluem empréstimos junto a intermediários financeiros (L), títulos (BSE) e ações e outros papéis (BST). De forma que temos:

$$b_i = \text{taxa de crescimento de } L/\text{PIB}$$

$$b_m = \text{taxa de crescimento de } (BSE + BST)/\text{PIB}$$

Os indicadores de crescimento são: y (crescimento do PIB) e k (crescimento da formação bruta de capital). Para testar a causalidade entre crescimento econômico $x_t = \{y_t, k_t\}$ e variáveis financeiras $z_t = \{h_{it}, h_{mt}, b_{it} \text{ e } b_{mt}\}$ estimam-se duas equações:

$$x_t = \sum \alpha_j x_{t-j} + \sum \beta_j z_{t-j} + u_t \quad (1)$$

$$z_t = \sum \gamma_j z_{t-j} + \sum \delta_j x_{t-j} + v_t \quad (2)$$

A hipótese nula é que z não causa x é representada por $H_0: \beta_j = 0$ para todo j , enquanto a hipótese nula de que x não causa z é representada por $H_0: \delta_j = 0$ para todo j .¹³⁴ Os resultados obtidos pelos autores são muito interessantes: (a) **que o desenvolvimento financeiro causa o crescimento real;** (b) **que, apesar da liberalização do mercado de capitais, os intermediários financeiros (bancos) continuam a ser mais importantes do que o mercado de capitais na relação entre causa e efeito para o Coréia no período 1970-1992:**

¹³³ A divisão pelo PIB tem o efeito de controlar pelo efeito do crescimento da renda nas decisões de portfólio dos consumidores.

¹³⁴ A hipótese é testada com base em testes F calculados sobre a soma dos resíduos dos quadrados das regressões (1) e (2) e para as regressões restritas obtidas impondo as restrições $\beta_j = 0$ para todo j e $\delta_j = 0$ para todo j .

“This argument seems to be applicable to Korea, particularly during the early part of the period under study. Moreover, the case is strengthened by recalling that Korean businesses, like those of Japan, are characterized by long-term relations and implicit entitlements, which gives the banking sector a dominant role in fund allocation” (Choe, C, and Moosa, I, 1999, pp.1079-1080)

Conclusões

Este artigo buscou discutir a relação empírica entre financiamento e crescimento econômico aplicadas ao caso Coreano. Após apresentarmos o marco teórico relevante sobre o tema, fazendo referência ao trabalho pioneiro de Goldsmith (1969) e contribuições mais recentes (Levine, 1996), apresentamos, ainda na Seção I, o chamado problema da causalidade. Isto é, o financiamento causa o crescimento ou o crescimento é quem puxa o desenvolvimento financeiro? O segundo passo foi apresentar, com base nas medidas clássicas de avaliação da qualidade do desenvolvimento financeiro tais como os indicadores de Gurley and Shaw, de McKinnon e de Goldsmith, o desempenho do setor financeiro coreano na história recente (Seção II).

Na terceira seção, apresentamos nosso modelo de painel (*within model*), onde buscamos avaliar (para a década de 1950 – excluindo os anos relativos à Guerra Civil Coreana – e para a década de 1960, considerada o período áureo de crescimento do país, excluindo igualmente os anos iniciais onde há um conturbado cenário político) a relação entre crescimento do crédito bancário para a indústria (avaliado por setores) e o desempenho destes mesmos setores industriais, medidos em nível e em taxas de crescimento.

Os modelos rodados concluíram pela existência de coeficientes positivos e estatisticamente significativos do nível do crédito bancário setorial para explicar a performance (setor a setor) da indústria nos dois períodos, sendo a relevância do *Korean Development Bank* mais efetiva para explicar o crescimento da indústria nos anos 1950 do que nos anos 1960 (os testes de estacionaridade não se mostraram problemáticos).

Encontramos igualmente que o crescimento dos empréstimos dos Bancos Comerciais está positivamente associado ao crescimento da produção industrial em 1950 e em 1960 de forma estatisticamente significativa, enquanto o crescimento dos créditos do KDB alternam seu sinal e não são estatisticamente significativos, o que sugere uma volatilidade dos créditos deste banco (coerente com o fato de que bancos de desenvolvimento costumam atuar com grandes projetos que apresentam descontinuidades no tempo).

Foram encontradas R2s relativamente elevados (atingindo 0,60 em alguns casos) entre o crédito bancário como fator explicativo para o desenvolvimento industrial (como *proxy* do crescimento econômico). O modelo que apresentou melhor desempenho usa o nível dos empréstimos do KDB e dos bancos comerciais assim como o crescimento do total dos empréstimos como variáveis explicativas para o nível da indústria, tomados setor a setor, durante as décadas de 1950 e 1960. Desconsiderando o setor de energia, todas as variáveis explicativas aparecem como estatisticamente relevantes nos anos 1950. Para os anos 1960, entretanto, o nível de empréstimos do KDB não aparece como estatisticamente significativo – o que possivelmente está relacionado com uma mudança de função do banco, que passou a atuar mais significativamente ofertando seguros (Ver artigo II desta tese).

Devido às dificuldades estatísticas envolvidas em testes de causalidade em painel, complementamos nossa análise apresentando trabalhos recentes em séries temporais que discutem o problema, aplicado ao caso coreano. As evidências encontradas nesses trabalhos corroboram os resultados encontrados em nosso modelo, estendem a análise para um período posterior, incluem outras variáveis financeiras que não o crédito bancário (tais como a relevância do mercado de capitais) e adicionam diversos fatores de controle para o crescimento. No que se refere estritamente à causalidade, os resultados encontrados apontam para a existência de *feedbacks* entre crescimento e financiamento no caso coreano – o que nos parece bastante razoável e intuitivo.

APÊNDICES

Apêndice 1:

| Tabela 1: Análise de Painel de Dados – Modelo de Efeito Fixo | | | | | | | | | |
|--|-------------------|------------------|-------------------|--------------------|-------------------|-------------------|-----------|----------|----------|
| Variável Dependente: Crescimento da Produção Industrial (anos 1950) | | | | | | | | | |
| Variáveis | | | | | | Outros | | | |
| | KDBGr | CBGr | KDBL | CBL | TotalGr | TotalL | R2 | N | P |
| Modelo 1 | | | | | | | | | |
| Padrão | -0,007 (0,008) | 0,028 (0,027) | | | | | 0,017 | 93 | 18 |
| WitEnSec | -0,006 (0,008) | 0,021 (0,038) | | | | | 0,008 | 87 | 17 |
| MovAver | -0,011 (0,046) | 0,023 (0,146) | | | | | 0,001 | 60 | 17 |
| Modelo 2 | | | | | | | | | |
| Padrão | | | -0,006 (0,039) | 0,035 (0,014)** | | | 0,018 | 94 | 18 |
| WitEnSec | | | -0,023 (0,038) | 0,064 (0,057) | | | 0,012 | 88 | 17 |
| MovAver | | | 0,096 (0,096) | -0,012 (0,109) | | | 0,033 | 60 | 17 |
| Modelo 3 | | | | | | | | | |
| Padrão | | | | | 0,003 (0,037) | | 0,000 | 96 | 17 |
| WitEnSec | | | | | -0,007 (0,045) | | 0,000 | 90 | 16 |
| MovAver | | | | | 0,064 (0,1277) | | 0,006 | 60 | 16 |
| Modelo 4 | | | | | | | | | |
| Padrão | | | | | | 0,005 (0,024) | 0,000 | 96 | 17 |
| WitEnSec | | | | | | -0,009 (0,033) | 0,001 | 90 | 16 |
| MovAver | | | | | | 0,056 (0,039) | 0,030 | 60 | 16 |

(Continua)

(Continuação)

| | | | | | | |
|-----------------|-------------------|------------------|-------------------|------------------|------------------|-------------|
| Modelo 5 | | | | | | |
| Padrão | -0,006 (0,008) | 0,022 (0,032) | | | 0,009 (0,025) | 0,019 93 19 |
| WitEnSec | -0,005 (0,009) | 0,020 (0,038) | | | 0,006 (0,034) | 0,008 87 18 |
| MovAver | 0,006 (0,044) | 0,012 (0,156) | | | 0,057 (0,041) | 0,030 60 18 |
| Modelo 6 | | | | | | |
| Padrão | | | -0,001 (0,045) | 0,031 (0,022) | 0,012 (0,037) | 0,020 94 19 |
| WitEnSec | | | -0,018 (0,042) | 0,063 (0,057) | 0,015 (0,037) | 0,015 88 18 |
| MovAver | | | 0,090 (0,104) | 0,012 (0,138) | 0,083 (0,130) | 0,042 60 18 |

Notas: Desvio Padrão entre parênteses.

* significância de 1%;

** significância de 5%;

*** significância de 10%, usando desvios padrão robustos. Não há dummies. Painel desbalanceado para as séries de tempo mais curtas.

| Tabela 2: Análise de Painel de Dados – Modelo de Efeito Fixo | | | | | | | | | |
|---|-----------------------|-------------------|--------------------|--------------------|----------------------|--------------------|-------|----|----|
| Variável Dependente: Nível de Produção Industrial (anos 1950) | | | | | | | | | |
| Coeficientes Variáveis | | | | | | Outros | | | |
| | KDBGr | CBGr | KDBL | CBL | TotalGr | TotalL | R2 | N | P |
| Modelo 1 | | | | | | | | | |
| Standard | -0,029 (0,013)** | -0,038 (0,025) | | | | | 0,056 | 93 | 18 |
| WitEnSec | -0,026 (0,012)** | -0,034 (0,037) | | | | | 0,043 | 87 | 17 |
| MovAver | -0,0164 (0,093)*** | 0,290 (0,258) | | | | | 0,067 | 60 | 17 |
| Modelo 2 | | | | | | | | | |
| Standard | | | 0,425 (0,078)* | 0,030 (0,057) | | | 0,456 | 94 | 18 |
| WitEnSec | | | 0,302 (0,084)* | 0,292 (0,123)** | | | 0,533 | 88 | 17 |
| MovAver | | | 0,391 (0,158)** | 0,360 (0,236) | | | 0,504 | 60 | 17 |
| Modelo 3 | | | | | | | | | |
| Standard | | | | | -0,072 (0,038)*** | | 0,025 | 96 | 17 |
| WitEnSec | | | | | -0,075 (0,046)*** | | 0,023 | 90 | 16 |
| MovAver | | | | | -0,115 (0,182) | | 0,007 | 60 | 16 |
| Modelo 4 | | | | | | | | | |
| Standard | | | | | | 0,180 (0,082)** | 0,310 | 96 | 17 |
| WitEnSec | | | | | | 0,293 (0,038)* | 0,559 | 90 | 16 |
| MovAver | | | | | | 0,380 (0,078)* | 0,504 | 60 | 16 |

(Continua)

(Continuação)

| | | | | | | |
|-----------------|-------------------|---------------------|--------------------|--------------------|----------------------|-------------|
| Modelo 5 | | | | | | |
| Standard | -0,007 (0,012) | -0,151 (0,044)* | | 0,205 (0,065)** | 0,361 | 93 19 |
| WitEnSec | 0,002 (0,006) | -0,069 (0,027)** | | 0,306 (0,047)* | 0,538 | 87 18 |
| MovAver | -0,055 (0,043) | 0,219 (0,146) | | 0,370 (0,710)* | 0,520 | 60 18 |
| Modelo 6 | | | | | | |
| Standard | | | 0,397 (0,075)* | 0,054 (0,057) | -0,061 (0,028)** | 0,471 94 19 |
| WitEnSec | | | 0,286 (0,078)* | 0,296 (0,120)** | -0,046 (0,028)*** | 0,542 88 18 |
| MovAver | | | 0,388 (0,165)** | 0,371 (0,266) | 0,038 (0,146) | 0,505 60 18 |

Notas: Desvio Padrão entre parênteses.

* significância de 1%;

** significância de 5%;

*** significância de 10%, usando desvios padrão robustos. Não há dummies. Paineis desbalanceados para as séries de tempo mais curtas.

| Tabela 3: Análise de Painel de Dados – Modelo de Efeito Fixo | | | | | | | | | |
|---|---------------------|-------------------|--------------------|--------------------|-------------------|--------------------|-------|----|----|
| Variável Dependente: Crescimento da Produção industrial (anos 1960) | | | | | | | | | |
| Coeficientes Variáveis | | | | | | Outros | | | |
| | KDBGr | CBGr | KDBL | CBL | TotalGr | TotalL | R2 | N | P |
| Modelo 1 | | | | | | | | | |
| Padrão | 0,021 (0,038) | 0,010 (0,020) | | | | | 0,003 | 96 | 18 |
| WitEnSec | 0,012 (0,023)*** | 0,111 (0,077) | | | | | 0,028 | 90 | 17 |
| MovAver | 0,063 (0,145) | -0,195 (0,245) | | | | | 0,020 | 60 | 17 |
| Modelo 2 | | | | | | | | | |
| Padrão | | | 0,251 (0,128)** | 0,026 (0,013)** | | | 0,086 | 96 | 18 |
| WitEnSec | | | 0,218 (0,137) | 0,068 (0,022)** | | | 0,134 | 90 | 17 |
| MovAver | | | 0,082 (0,289) | 0,015 (0,035) | | | 0,004 | 60 | 17 |
| Modelo 3 | | | | | | | | | |
| Padrão | | | | | 0,047 (0,067) | | 0,05 | 96 | 17 |
| WitEnSec | | | | | 0,156 (0,103) | | 0,024 | 90 | 16 |
| MovAver | | | | | -0,170 (0,322) | | 0,005 | 60 | 16 |
| Modelo 4 | | | | | | | | | |
| Padrão | | | | | | 0,028 (0,015) | 0,059 | 96 | 17 |
| WitEnSec | | | | | | 0,075 (0,023)** | 0,123 | 90 | 16 |
| MovAver | | | | | | 0,017 (0,029) | 0,004 | 60 | 16 |
| Modelo 5 | | | | | | | | | |
| Padrão | 0,020 (0,022) | 0,026 (0,033) | | | | 0,029 (0,015) | 0,065 | 96 | 19 |
| WitEnSec | 0,040 (0,026) | 0,044 (0,074) | | | | 0,073 (0,024)** | 0,132 | 90 | 18 |

(Continua)

(Continuação)

| | | | | | | | | |
|-----------------|------------------|---------------------|---------------------|-------------------|------------------|-------|----|----|
| MovAver | 0,142 (0,127) | -0,293 (0,293) | | | 0,048 (0,042) | 0,042 | 60 | 18 |
| Modelo 6 | | | | | | | | |
| Padrão | | 0,248 (0,131)*** | 0,026 (0,013)** | 0,005 (0,049) | | 0,086 | 96 | 19 |
| WitEnSec | | 0,206 (0,154) | 0,0672 (0,021)** | 0,021 (0,108) | | 0,134 | 90 | 18 |
| MovAver | | 0,166 (0,255) | 0,024 (0,039) | -0,283 (0,403) | | 0,017 | 60 | 18 |

Notas: Desvio Padrão entre parênteses.

* significância de 1%;

** significância de 5%;

*** significância de 10%, usando desvios padrão robustos. Não há dummies. Painel desbalanceado para as séries de tempo mais curtas.

| Tabela 4: Análise de Painel de Dados – Modelo de Efeito Fixo | | | | | | | | | | |
|---|----------------------|----------------------|-------------------|--------------------|----------------------|--------------------|--------|----|----|--|
| Variável Dependente: Nível de Produção Industrial (anos 1960) | | | | | | | | | | |
| Coeficientes Variáveis | | | | | | | Outros | | | |
| | KDBGr | CBGr | KDBL | CBL | TotalGr | TotalL | R2 | N | P | |
| Modelo 1 | | | | | | | | | | |
| Padrão | -0,310 (0,110)*** | -0,076 (0,038)*** | | | | | 0,031 | 96 | 18 | |
| WitEnSec | -0,308 (0,112)* | -0,020 (0,104) | | | | | 0,029 | 90 | 17 | |
| MovAver | -1,46 (0,799) | 0,442 (0,612) | | | | | 0,092 | 60 | 17 | |
| Modelo 2 | | | | | | | | | | |
| Padrão | | | 0,202 (0,345) | 0,212 (0,019)** | | | 0,291 | 96 | 18 | |
| WitEnSec | | | -0,127 (0,548) | 0,563 (0,112)* | | | 0,567 | 90 | 17 | |
| MovAver | | | 0,049 1,691 | 0,742 (0,171)* | | | 0,580 | 60 | 17 | |
| Modelo 3 | | | | | | | | | | |
| Padrão | | | | | -0,148 (0,081)*** | | 0,004 | 96 | 17 | |
| WitEnSec | | | | | -0,116 (0,177) | | 0,001 | 90 | 16 | |
| MovAver | | | | | 0,473 (1,082) | | 0,004 | 60 | 16 | |
| Modelo 4 | | | | | | | | | | |
| Padrão | | | | | | 0,212 (0,98)** | 0,291 | 96 | 17 | |
| WitEnSec | | | | | | 0,531 (0,114)* | 0,547 | 90 | 16 | |
| MovAver | | | | | | 0,718 (0,171)* | 0,574 | 60 | 16 | |
| Modelo 5 | | | | | | | | | | |
| Padrão | -0,235 (0,109)** | -0,037 (0,050) | | | | 0,207 (0,097)** | 0,308 | 96 | 19 | |
| WitEnSec | -0,090 (0,075) | -0,551 (0,145)* | | | | 0,578 (0,129)* | 0,606 | 90 | 18 | |

(Continua)

(Continuação)

| | | | | | | | | |
|-----------------|-------------------|--------------------|--------------------|----------------------|-------------------|-------|----|----|
| MovAver | -0,153 (0,682) | -1,148 (0,312)* | | | 0,795 (0,196)* | 0,618 | 60 | 18 |
| Modelo 6 | | | | | | | | |
| Padrão | | 0,348 (0,347) | 0,212 (0,102)** | -0,230 (0,135)*** | | 0,300 | 96 | 19 |
| WitEnSec | | 0,361 (0,565) | 0,594 (0,115)* | -0,845 (0,226)* | | 0,616 | 90 | 18 |
| MovAver | | 0,565 (1,399) | 0,780 (0,142)* | -1,745 (0,780)** | | 0,622 | 60 | 18 |

Notas: Desvio Padrão entre parênteses.

* significância de 1%;

** significância de 5%;

*** significância de 10%, usando desvios padrão robustos. Não há dummies. Painel desbalanceado para as séries de tempo mais curtas.

Apêndice 2:

| SECTORS - STANDARD |
|--|
| Mining and quarrying |
| Food and Beverages |
| Textile |
| Wood and cork |
| Paper and paper products |
| Printing and Publishing |
| Leather and leather products |
| Rubber products |
| Chemical and Chemical products |
| Clay, Glass & Stone products/Nonmetallic |
| Basic metals |
| Metal Products |
| Machinery |
| Electrical machinery and appliances |
| Transport Equipament |
| Eletricity, waterworks and sanitation |

Apêndice 3: Tabelas Base para os Modelos

| Loans and Discounts Outstandings of the Korean Development Bank*, by Industry (In Million won) | | | | | | | |
|--|------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| At Constant Prices (1955) | | | | | | | |
| | 1954 | 1955 | 1956 | 1957 | 1958 | 1959 | 1960* |
| Total | 5364 | 16341 | 43872 | 74804 | 108732 | 135685 | 144833 |
| Total Equipment | | | | | | | |
| Agriculture, Forestry and Fishery | 2182 | 4349 | 12777 | 20927 | 507 | 1763 | 2237 |
| Mining and quarrying | 656 | 1572 | 2915 | 5459 | 8623 | 10800 | 12416 |
| Total Manufacturing (add others - not show) | 2025 | 6127 | 18065 | 29683 | 68206 | 83326 | 89568 |
| Food and Beverages | 95 | 103 | 203 | 1991 | 5536 | 7934 | 8369 |
| Textile | 963 | 2842 | 7239 | 8269 | 13614 | 16718 | 18597 |
| Footware, other wearing, apparel etc | 0 | 0 | 8 | 8 | 65 | 115 | 111 |
| Wood and cork | 1 | 18 | 72 | 97 | 135 | 91 | 106 |
| Furniture and fixtures | 0 | 0 | 0 | 0 | 45 | 38 | 87 |
| Paper and paper products | 34 | 119 | 758 | 1790 | 2389 | 4332 | 4520 |
| Printing and Publishing | 44 | 31 | 31 | 183 | 291 | 275 | 296 |
| Leather and leather products | 13 | 11 | 201 | 253 | 366 | 325 | 500 |
| Rubber products | 44 | 150 | 279 | 579 | 1389 | 1079 | 1146 |
| Chemical and Chemical products | 281 | 925 | 2727 | 4026 | 21484 | 24840 | 26717 |
| Petroleum and coal production | 15 | 27 | 180 | 207 | 263 | 257 | 300 |
| Clay, glass & stone products/Nonmettalic | 105 | 789 | 2575 | 3902 | 6156 | 8825 | 8904 |
| Basic metals | 95 | 577 | 1341 | 4312 | 7993 | 8796 | 8899 |
| Metal Products | 63 | 166 | 260 | 253 | 566 | 956 | 1391 |
| Machinery | 95 | 111 | 835 | 344 | 1107 | 1013 | 1504 |
| Electrical machinery and appliances | 0 | 0 | 0 | 39 | 109 | 298 | 348 |
| Transport Equipament | 179 | 255 | 1356 | 3329 | 6276 | 7025 | 7098 |
| Construction | 0 | 24 | 513 | 0 | 7866 | 15842 | 17700 |
| Electricity, waterworks and sanitation | 349 | 3489 | 8282 | 12820 | 16979 | 15438 | 14756 |
| Transportation and storage | 106 | 579 | 764 | 2041 | 3665 | 5717 | 5375 |
| Services | 0 | 0 | 0 | 19 | 784 | 747 | 714 |
| Others | 0 | 2 | 2 | 2954 | 88 | 87 | 34 |
| Local Gov't and Public Institutions | 46 | 200 | 555 | 900 | 2013 | 1964 | 2034 |

| Loans and Discounts Outstandings of the Korean Development Bank*, by Industry (In Million won) | | | | | | | | | |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Deflated by Seul Index Prices | | | | | | | | | |
| | 1961 | 1962 | 1963 | 1964 | 1965 | 1966 | 1967 | 1968 | 1969 |
| Total | 18789 | 22844 | 22890 | 24514 | 32376 | 41647 | 47289 | 59750 | 65973 |
| Total Equipment | | 19475 | 19506 | 20101 | 26019 | 33836 | 38924 | 47397 | 50027 |
| Agriculture, Forestry and Fishery | 278 | 313 | 230 | 193 | 0 | 457 | 560 | 622 | 628 |
| Mining and quarrying | 1388 | 1334 | 1452 | 1329 | 1560 | 1763 | 2736 | 4032 | 4218 |
| Total Manufacturing (add others - not show) | 9718 | 10818 | 10148 | 11004 | 16410 | 21155 | 22962 | 29233 | 32495 |
| Food and Beverages | | 1040 | 1040 | 1031 | 1883 | 2055 | 2182 | 2626 | 3202 |
| Textile | | 2021 | 1614 | 1790 | 3337 | 4818 | 4996 | 5054 | 5805 |
| Footware, other wearing, apparel etc | | 12 | 31 | 36 | 45 | 65 | 0 | 0 | 0 |
| Wood and cork | | 157 | 246 | 231 | 262 | 421 | 402 | 534 | 775 |
| Furniture and fixtures | | 9 | 4 | 3 | 4 | 2 | 1 | 0 | 0 |
| Paper and paper products | | 688 | 622 | 616 | 672 | 884 | 1150 | 1273 | 1329 |
| Printing and Publishing | | 30 | 20 | 111 | 252 | 228 | 318 | 344 | 332 |
| Leather and leather products | | 75 | 66 | 56 | 158 | 111 | 69 | 41 | 40 |
| Rubber products | | 275 | 283 | 349 | 625 | 885 | 896 | 1132 | 1121 |
| Chemical and Chemical products | | 3218 | 2997 | 2664 | 3416 | 3878 | 4721 | 7082 | 6988 |
| Petroleum and coal production | | 26 | 4 | 20 | 21 | 35 | 158 | 159 | 158 |
| Clay, glass & stone products/Nonmettalic | | 1014 | 916 | 1435 | 1921 | 2162 | 2340 | 3660 | 4602 |
| Basic metals | | 694 | 668 | 687 | 1051 | 1150 | 1236 | 1676 | 1825 |
| Metal Products | | 127 | 196 | 248 | 375 | 584 | 644 | 626 | 733 |
| Machinery | | 463 | 304 | 321 | 441 | 705 | 780 | 1068 | 1017 |
| Electrical machinery and appliances | | 166 | 313 | 525 | 647 | 980 | 1102 | 1615 | 1955 |
| Transport Equipament | | 729 | 737 | 791 | 1186 | 2017 | 1896 | 2287 | 2562 |
| Construction | 1944 | 1959 | 1857 | 1811 | 2147 | 3300 | 49 | 398 | 396 |
| Electricity, waterworks and sanitation | 4813 | 7112 | 7759 | 8549 | 9787 | 11854 | 15134 | 16782 | 19332 |
| Transportation and storage | 370 | 546 | 549 | 728 | 1174 | 2683 | 5196 | 5744 | 5883 |
| Services | 370 | 264 | 273 | 248 | 330 | 435 | 652 | 2940 | 3020 |
| Others | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Local Gov't and Public Institutions | | | | | | | | | |

| Real Loans and Discounts Outstandings of All Commercial Banks, by Industry | | | | | | | |
|--|-------------------------------|-------|-------|-------|--------|--------|----------|
| | Deflated by Seoul Price Index | | | | | | |
| | 1954 | 1955 | 1956 | 1957 | 1958 | 1959 | 1960* |
| Total | 16494 | 22555 | 58919 | 88768 | 163833 | 175297 | 204800,9 |
| Total Equipment | | | | | | | |
| Agriculture, Forestry and Fishery | 3975 | 5686 | 14997 | 38463 | 84823 | 82950 | 96593 |
| Mining and quarrying | 435 | 333 | 1117 | 607 | 2583 | 2760 | 3796 |
| Total Manufacturing (add others - not show) | 6985 | 11031 | 27291 | 32104 | 52855 | 58181 | 63407 |
| Food and Beverages | 1447 | 1956 | 4612 | 5568 | 12907 | 11029 | 11965 |
| Textile | 2100 | 4378 | 10544 | 9997 | 14279 | 16396 | 15584 |
| Footware, other wearing, apparel etc | 97 | 94 | 311 | 322 | 275 | 403 | 438 |
| Wood and cork | 338 | 554 | 1365 | 2163 | 3244 | 3547 | 4116 |
| Furniture and fixtures | 9 | 19 | 111 | 138 | 200 | 334 | 376 |
| Paper and paper products | 109 | 165 | 663 | 611 | 1059 | 1673 | 2101 |
| Printing and Publishing | 407 | 616 | 1441 | 1746 | 3018 | 3752 | 3541 |
| Leather and leather products | 66 | 78 | 382 | 458 | 656 | 598 | 674 |
| Rubber products | 190 | 256 | 771 | 1123 | 1221 | 1781 | 1978 |
| Chemical and Chemical products | 1087 | 1080 | 2495 | 3151 | 4107 | 5368 | 5976 |
| Petroleum and coal production | 182 | 466 | 877 | 1413 | 2234 | 2805 | 3454 |
| Clay, Glass & Stone products/Nonmetallic | 109 | 149 | 290 | 1187 | 2687 | 3126 | 3841 |
| Basic metals | 61 | 252 | 1033 | 397 | 583 | 806 | 1198 |
| Metal Products | 148 | 235 | 579 | 1229 | 1690 | 1744 | 2080 |
| Machinery | 126 | 147 | 505 | 432 | 727 | 991 | 1302 |
| Electrical machinery and appliances | 44 | 61 | 83 | 274 | 454 | 424 | 653 |
| Transport Equipment | 155 | 173 | 459 | 536 | 1039 | 947 | 737 |
| Construction | 507 | 675 | 2297 | 1924 | 1857 | 2857 | 3416 |
| Electricity, waterworks and sanitation | 375 | 298 | 2289 | 435 | 500 | 92 | 84 |
| Commerce, Banking and Real State | 2400 | 2661 | 6318 | 8250 | 11713 | 16875 | 23348 |
| Transportation and storage | 301 | 570 | 1649 | 1763 | 1563 | 2417 | 3047 |
| Services | 290 | 223 | 233 | 1927 | 1731 | 2357 | 2327 |
| Others | 857 | 752 | 1483 | 1831 | 4027 | 4108 | 5335 |
| Local Gov't and Public Institutions | 368 | 328 | 1245 | 1464 | 2183 | 2699 | 3447 |

| Real Loans and Discounts of Banking Institutions, by Industry | | | | | | | | |
|---|--------------------------------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| | Deflated by Seoul Prices Index | | | | | | | |
| | 1962 | 1963 | 1964 | 1965 | 1966 | 1967 | 1968 | 1969 |
| Total | 42077 | 40915 | 41508 | 62036 | 88177 | 149257 | 266115 | 340094 |
| Total Equipment | | 8726 | 8237 | 8270 | 10570 | 15327 | 35083 | 41611 |
| Agriculture, Forestry and Fishery | 17281 | 16094 | 16972 | 19245 | 22797 | 29068 | 42400 | 51479 |
| Mining and quarrying | 657 | 678 | 601 | 962 | 1598 | 3846 | 7508 | 8891 |
| Total Manufacturing (add others - not show) | 14746 | 14241 | 14187 | 25384 | 39620 | 72171 | 124042 | 160657 |
| Food and Beverages | | 2237 | 2157 | 3598 | 5114 | 9325 | 15306 | 18117 |
| Textile | | 3622 | 3672 | 6686 | 10025 | 16498 | 28207 | 36948 |
| Footware, other wearing, apparel etc | | 177 | 192 | 315 | 612 | 1316 | 2858 | 3552 |
| Wood and cork | | 678 | 674 | 1101 | 1892 | 3217 | 5598 | 7535 |
| Furniture and fixtures | | 102 | 102 | 143 | 306 | 532 | 1574 | 2002 |
| Paper and paper products | | 489 | 557 | 900 | 1421 | 2100 | 4973 | 6306 |
| Printing and Publishing | | 712 | 707 | 1054 | 1619 | 2393 | 4604 | 4664 |
| Leather and leather products | | 123 | 120 | 163 | 224 | 586 | 891 | 1259 |
| Rubber products | | 468 | 438 | 1174 | 1602 | 2598 | 4952 | 6338 |
| Chemical and Chemical products | | 1354 | 1349 | 2427 | 3921 | 9797 | 14493 | 20151 |
| Petroleum and coal production | | 711 | 744 | 1024 | 1361 | 2875 | 4539 | 6274 |
| Clay, Glass & Stone products/Nonmetallic | | 650 | 573 | 1080 | 2079 | 3542 | 4320 | 6065 |
| Basic metals | | 445 | 354 | 693 | 1484 | 2178 | 3272 | 4767 |
| Metal Products | | 515 | 496 | 1045 | 1744 | 2600 | 4951 | 6578 |
| Machinery | | 559 | 616 | 995 | 1291 | 2215 | 4393 | 7080 |
| Electrical machinery and appliances | | 327 | 301 | 699 | 1217 | 2232 | 4568 | 5577 |
| Transport Equipment | | 255 | 235 | 439 | 848 | 1257 | 3393 | 4335 |
| Construction | | 917 | 906 | 1361 | 1968 | 4345 | 12586 | 14230 |
| Electricity, waterworks and sanitation | | 17 | 31 | 64 | 493 | 1121 | 1774 | 2244 |
| Commerce, Banking and Real State | | 5815 | 5614 | 10691 | 15094 | 26487 | 44738 | 62526 |
| Transportation and storage | | 667 | 618 | 938 | 1638 | 2888 | 6421 | 8997 |
| Services | | 1167 | 973 | 1380 | 2653 | 3989 | 6495 | 6582 |
| Others | | 1180 | 1129 | 1909 | 1894 | 3464 | 14308 | 18306 |
| Local Gov't and Public Institutions | | 138 | 477 | 102 | 421 | 1878 | 5934 | 6182 |

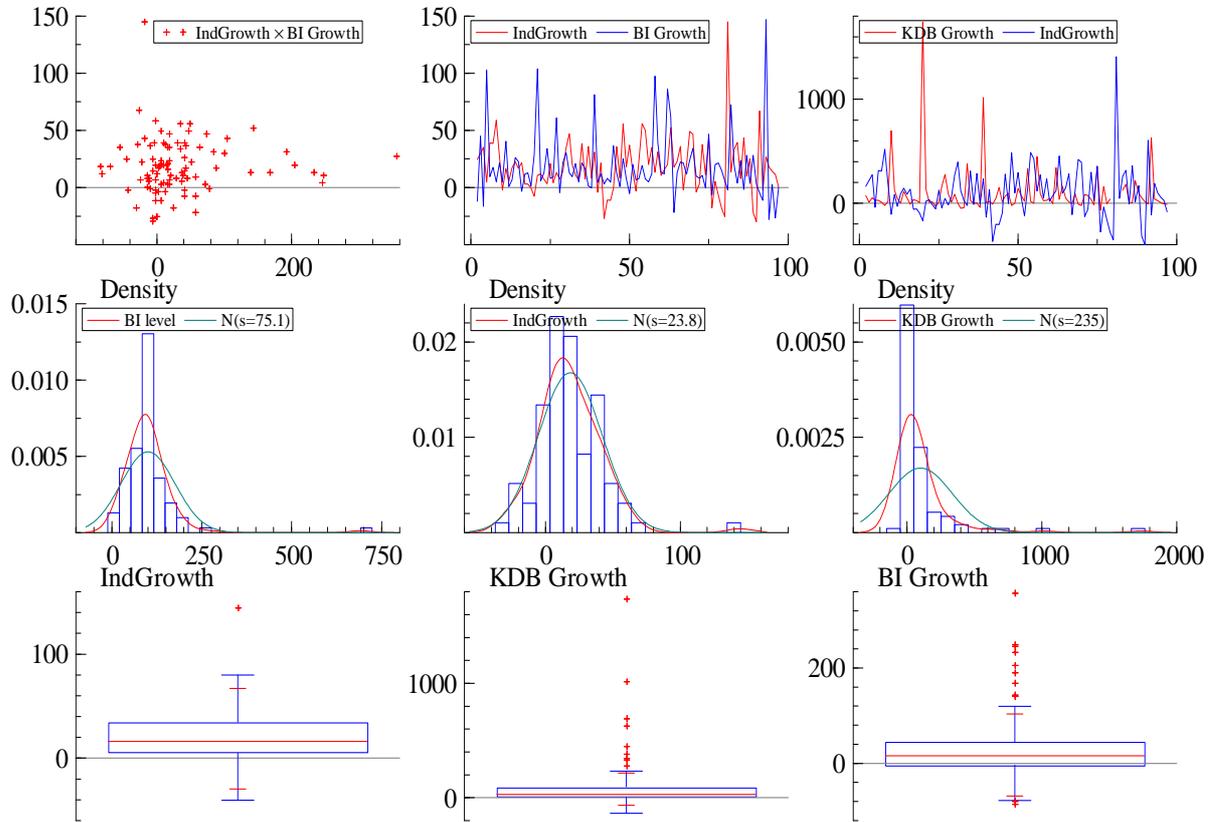
| | 1965=100 | | | | | | | | | |
|--|----------|-------|-------|-------|-------|------|--------|--------|--------|-------|
| | 1960 | 1961 | 1962 | 1963 | 1964 | 1965 | 1966 | 1967 | 1968 | 1969* |
| Total | 56,2 | 59,4 | 69,4 | 78,6 | 84,8 | 100 | 122,3 | 155,7 | 202,5 | 284,6 |
| Mining and quarrying | 57 | 64,6 | 76,7 | 87,4 | 96,3 | 100 | 109,2 | 113,1 | 99,1 | 107,4 |
| Total Manufacturing (add others - not show) | 57,5 | 60 | 70,1 | 79,3 | 84,7 | 100 | 124,4 | 161,8 | 217,9 | 308,7 |
| Food and Beverages | 92,4 | 99,35 | 94,75 | 95 | 82,35 | 100 | 122,35 | 159,15 | 181,05 | 275,4 |
| Textile | 66,9 | 61 | 70,7 | 73,4 | 85 | 100 | 118,4 | 158,1 | 225,4 | 369,0 |
| Footware, other wearing, apparel etc | na | na | na | na | na | 100 | 100,5 | 126,2 | 165,5 | 196,2 |
| Wood and cork | 84 | 78,2 | 93,3 | 111 | 91 | 100 | 137,2 | 254,1 | 410,7 | 455,0 |
| Furniture and fixtures | na | na | na | na | na | 100 | 115,7 | 145,5 | 124,8 | 166,0 |
| Paper and paper products | 55 | 66,7 | 79,3 | 69,4 | 97,1 | 100 | 112,5 | 122,6 | 202,6 | 242,4 |
| Printing and Publishing | 65 | 52,3 | 64,5 | 67,8 | 85,3 | 100 | 123,5 | 135,1 | 176,9 | 181,8 |
| Leather and leather products | 77 | 94,9 | 97,3 | 87,9 | 100,7 | 100 | 114,8 | 128,7 | 115,7 | 99,8 |
| Rubber products | 67 | 63,1 | 66,6 | 78,1 | 90,5 | 100 | 101,6 | 100,2 | 129,5 | 145,6 |
| Chemical and Chemical products | 48,5 | 58,3 | 68,9 | 85,8 | 88,4 | 100 | 125 | 203,3 | 319,3 | 383,5 |
| Petroleum and coal production | 26,7 | 36,6 | 42,9 | 47,5 | 68,8 | 100 | 126,7 | 154,2 | 199,1 | 312,6 |
| Clay, Glass & Stone products/Nonmetallic | 55 | 55 | 72 | 77,2 | 106,9 | 100 | 119,7 | 144,4 | 163,3 | 281,2 |
| Basic metals | 71 | 61 | 85 | 95,8 | 111 | 100 | 140 | 148,1 | 229,6 | 356,3 |
| Metal Products | 83 | 89,2 | 111 | 147,7 | 92,2 | 100 | 152,9 | 184,4 | 248,1 | 288,2 |
| Machinery | 84 | 122,3 | 167,4 | 123,5 | 112,9 | 100 | 102,6 | 194 | 209 | 229,4 |
| Electrical machinery and appliances | 33,7 | 45,4 | 83,7 | 109,4 | 121,7 | 100 | 177,2 | 179,1 | 204,4 | 356,8 |
| Transport Equipment | 23 | 33,2 | 33,5 | 62,3 | 64,8 | 100 | 135,5 | 181,6 | 237,2 | 399,8 |
| Electricity, waterworks and sanitation | 52 | 54,5 | 60,8 | 67,9 | 83,1 | 100 | 119,6 | 151,2 | 185,4 | 280,1 |

Source: Monthly Statistical Review, Bank of Korea, 1960, jul-Dec for the period 1954-60; Monthly Economic Statistics, Bank of Korea, vol XXIII, number 12

| | 1965=100 | | | | | | | | | |
|--|----------|-------|-------|-------|-------|------|--------|--------|--------|-------|
| | 1960 | 1961 | 1962 | 1963 | 1964 | 1965 | 1966 | 1967 | 1968 | 1969* |
| Total | 56,2 | 59,4 | 69,4 | 78,6 | 84,8 | 100 | 122,3 | 155,7 | 202,5 | 284,6 |
| Mining and quarrying | 57 | 64,6 | 76,7 | 87,4 | 96,3 | 100 | 109,2 | 113,1 | 99,1 | 107,4 |
| Total Manufacturing (add others - not show) | 57,5 | 60 | 70,1 | 79,3 | 84,7 | 100 | 124,4 | 161,8 | 217,9 | 308,7 |
| Food and Beverages | 92,4 | 99,35 | 94,75 | 95 | 82,35 | 100 | 122,35 | 159,15 | 181,05 | 275,4 |
| Textile | 66,9 | 61 | 70,7 | 73,4 | 85 | 100 | 118,4 | 158,1 | 225,4 | 369,0 |
| Footware, other wearing, apparel etc | na | na | na | na | na | 100 | 100,5 | 126,2 | 165,5 | 196,2 |
| Wood and cork | 84 | 78,2 | 93,3 | 111 | 91 | 100 | 137,2 | 254,1 | 410,7 | 455,0 |
| Furniture and fixtures | na | na | na | na | na | 100 | 115,7 | 145,5 | 124,8 | 166,0 |
| Paper and paper products | 55 | 66,7 | 79,3 | 69,4 | 97,1 | 100 | 112,5 | 122,6 | 202,6 | 242,4 |
| Printing and Publishing | 65 | 52,3 | 64,5 | 67,8 | 85,3 | 100 | 123,5 | 135,1 | 176,9 | 181,8 |
| Leather and leather products | 77 | 94,9 | 97,3 | 87,9 | 100,7 | 100 | 114,8 | 128,7 | 115,7 | 99,8 |
| Rubber products | 67 | 63,1 | 66,6 | 78,1 | 90,5 | 100 | 101,6 | 100,2 | 129,5 | 145,6 |
| Chemical and Chemical products | 48,5 | 58,3 | 68,9 | 85,8 | 88,4 | 100 | 125 | 203,3 | 319,3 | 383,5 |
| Petroleum and coal production | 26,7 | 36,6 | 42,9 | 47,5 | 68,8 | 100 | 126,7 | 154,2 | 199,1 | 312,6 |
| Clay, Glass & Stone products/Nonmetallic | 55 | 55 | 72 | 77,2 | 106,9 | 100 | 119,7 | 144,4 | 163,3 | 281,2 |
| Basic metals | 71 | 61 | 85 | 95,8 | 111 | 100 | 140 | 148,1 | 229,6 | 356,3 |
| Metal Products | 83 | 89,2 | 111 | 147,7 | 92,2 | 100 | 152,9 | 184,4 | 248,1 | 288,2 |
| Machinery | 84 | 122,3 | 167,4 | 123,5 | 112,9 | 100 | 102,6 | 194 | 209 | 229,4 |
| Electrical machinery and appliances | 33,7 | 45,4 | 83,7 | 109,4 | 121,7 | 100 | 177,2 | 179,1 | 204,4 | 356,8 |
| Transport Equipment | 23 | 33,2 | 33,5 | 62,3 | 64,8 | 100 | 135,5 | 181,6 | 237,2 | 399,8 |
| Electricity, waterworks and sanitation | 52 | 54,5 | 60,8 | 67,9 | 83,1 | 100 | 119,6 | 151,2 | 185,4 | 280,1 |

Source: Monthly Statistical Review, Bank of Korea, 1960, jul-Dec for the period 1954-60; Monthly Economic Statistics, Bank of Korea, vol XXIII, number 12

Apêndice 4: Análise Gráfica



CAPÍTULO IV

FINANCIAMENTO DO DESENVOLVIMENTO – UMA INTERPRETAÇÃO DAS EXPERIÊNCIAS COMPARADAS BRASILEIRA E COREANA NO PERÍODO 1950-1980

CAPÍTULO IV - FINANCIAMENTO DO DESENVOLVIMENTO – UMA INTERPRETAÇÃO DAS EXPERIÊNCIAS COMPARADAS BRASILEIRA E COREANA NO PERÍODO 1950-1980

Este artigo defende que, tanto no caso coreano como no brasileiro, o papel do Estado no financiamento do desenvolvimento foi, a partir de 1950, fundamental para explicar a complexa e rápida transformação das duas economias de base agrícola em economias de base industrial.

Não se trata aqui de negar que já existisse uma indústria incipiente antes de 1930, basicamente de natureza tradicional, nem tampouco que após essa década esse processo não tenha se intensificado, nos dois países. O que pretendemos, sim, é argumentar que a consolidação das economias Coreana e Brasileira como Estados industriais depende crucialmente da constituição das bases institucionais que irão alicerçar o financiamento do desenvolvimento nos dois países.

Defendemos que se tratam de dois modelos de desenvolvimento, com as devidas diferenças a serem ressaltadas, cujo processo de industrialização foi liderado pelo Estado (*State-Led*). Isto é, ainda que possa ser argumentado que o papel de empresas estatais, por exemplo, seja distinto nos dois países (com maior relevância na industrialização brasileira), trata-se de processos de desenvolvimento onde iniciativas procedentes do governo central, de outras instituições públicas e de empresas controladas pelo Estado se revelaram decisivas. Pode-se assim dizer que implícita ou explicitamente esses países contaram com uma estratégia de industrialização alimentada por planos econômicos de desenvolvimento, políticas de crédito, regimes de câmbio múltiplo, incentivos fiscais e investimentos levados a efeito por empresas de propriedade do Estado.

O artigo, porém, não trata do papel do Estado na condução das políticas industriais propriamente ditas. A esse respeito, numerosas análises comparativas entre Brasil e Coréia já foram feitas, seja para afirmar as diferenças entre os dois modelos de desenvolvimento, seja para ressaltar as suas semelhanças.

Alternativamente, defende-se aqui que a construção do sistema financeiro nos anos 1950 e suas posteriores reformas na década seguinte foram, nos dois casos, fundamentais para financiar o elevado crescimento que se verifica a partir da segunda metade do século XX. Analisando comparativamente o desenvolvimento das instituições financeiras no Brasil e na

Coréia, pretendemos ajudar a esclarecer o papel do financiamento na dinâmica da transformação de economias de base agrícola para base industrial.

A idéia central desse trabalho é que a “grande arrancada” se viabilizou através de mecanismos de financiamento substitutivos, no sentido gerschenkroniano. Nos dois países, o financiamento do investimento teve de se basear fortemente na captação de recursos externos e na criação de bancos estatais (sobretudo na Coréia) ou de bancos de desenvolvimento e uso de recursos para-fiscais (particularmente no Brasil). Além disso, argumenta-se que mercados informais de crédito desempenharam papéis distintos nos dois países; e que, embora as reformas financeiras promovidas nos anos 60 fossem radicalmente distintas em suas intenções, os dois sistemas vieram, em sua evolução até o início dos anos 1980, a apresentar importantes semelhanças.

O presente trabalho foi dividido em quatro partes. A primeira delas faz considerações de cunho mais geral, onde são ressaltadas semelhanças e diferenças das economias, embebidas em seus respectivos contextos históricos. A seção II traz uma revisão da literatura sobre modelos de desenvolvimento, contrapondo o ocorrido na Ásia com o padrão latino-americano. A ênfase recai nas interpretações aplicadas aos casos brasileiro e coreano. Não apenas as teses do Banco Mundial dos anos 1970 e 1980 são apresentadas, mas também contribuições mais recentes são colocadas em destaque. A seção seguinte (terceira) faz críticas à leitura do Banco Mundial (dicotomia: “modelo orientado para fora versus modelo orientado para dentro”), mas também à interpretação de que as diferenças entre o modelo asiático e o latino americano estaria na exigência de performance, feita no primeiro caso. Apresentadas as críticas, uma visão alternativa, inspirada na tese de que tanto Coréia quanto Brasil se desenvolveram baseados em estratégias de *catch up*, é apresentada.

Na quarta seção, partimos (finalmente) para o tema de nosso maior interesse: a comparação dos processos de financiamento do desenvolvimento. De forma bastante resumida procuramos analisar semelhanças e divergências no financiamento do desenvolvimento ocorrido nos dois países no período 1950-1980.¹³⁵

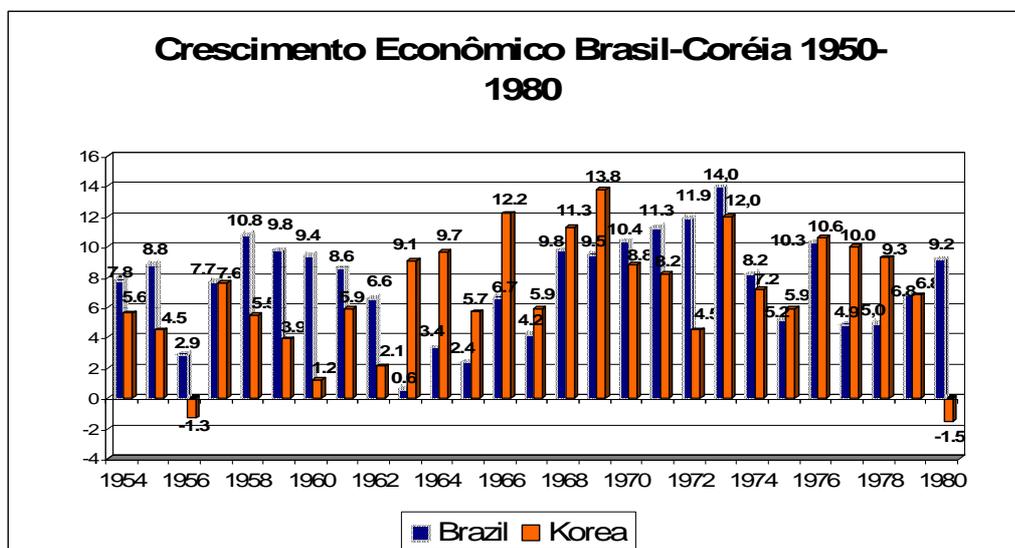
¹³⁵ As idéias aqui apresentadas têm sua origem nos cursos sobre economia brasileira por mim ministrados nos últimos anos. Cabe também notar que o conteúdo desta seção, além de se basear largamente nas discussões apresentadas nos Capítulos I e II, beneficiou-se dos trabalhos realizados pelo grupo de Moeda e Crédito da UFRJ sobre a evolução histórica do sistema financeiro brasileiro, do qual fazia parte.

Seção I: Considerações Iniciais

- O porquê da Comparação

Em primeiro lugar, Brasil e Coréia cresceram a elevadas e semelhantes taxas anuais de 7,6% e 6,8% respectivamente entre 1954-80 (ver gráfico VIII para taxas anuais).¹³⁶ Trata-se, a rigor, de países que figuram entre os recordistas em crescimento econômico no período, tendo, em ambos, ocorrido uma profunda transformação da estrutura econômica e um relativo processo de convergência em relação à renda per capita dos EUA. De fato, em 1950, o PIB brasileiro em relação ao americano representava apenas 15,5 %. Em 1980, esse percentual havia subido para 30,3 %. Já a Coréia, após a divisão do país em 1948, foi devastada por um processo de guerra civil que durou três anos (1951-53), representava apenas 11,4 % do PIB americano em 1953, tendo atingido 21,7 % em 1980 (Fonte: Pentable).

Gráfico VIII



Fonte: Korean Central Bank e Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

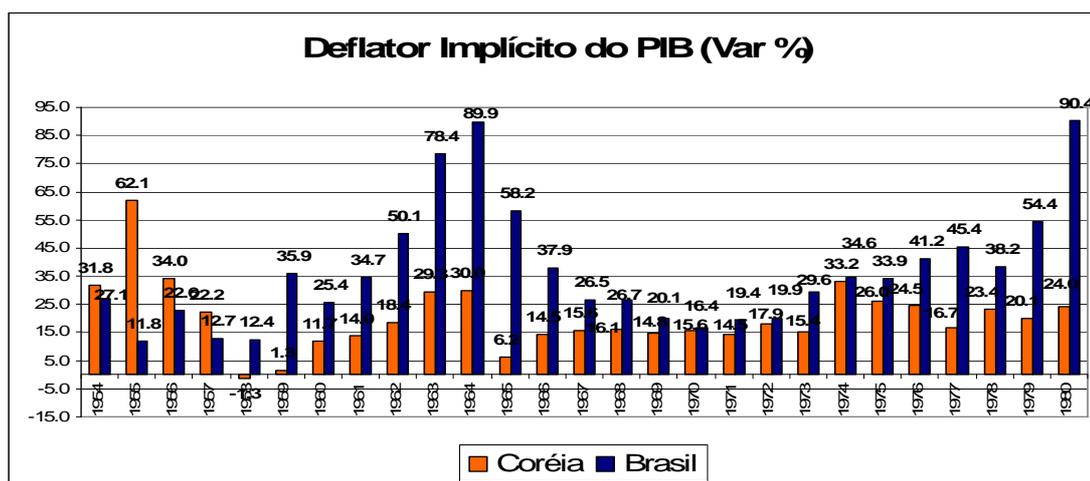
Vulneráveis ambos ao segundo choque do petróleo e à escalada dos juros americanos, a Coréia continuou a crescer nos anos 80 (embora inicialmente a um menor ritmo e com uma maior inflação), enquanto o Brasil entrou na chamada década perdida. Na segunda metade dessa década, sob pressão internacional, os dois países passaram a promover a abertura

¹³⁶ A comparação começa em 1954 por conta da Guerra Civil Coreana (1950-1953).

financeira. A esta altura, porém, Brasil e Coréia já apresentavam trajetórias profundamente diferenciadas. Enquanto o Brasil encontrava-se estagnado e submetido à dramática turbulência macroeconômica e a sucessivos planos de estabilização, a Coréia completava a transição para a esfera do mundo industrializado e reforçava seus laços com a OCDE. O período de nossa investigação restringe-se, contudo, a 1950-80, quando ocorre o período áureo de crescimento para as duas economias.

A segunda grande característica comum que marca as duas economias no período analisado refere-se ao comportamento da inflação. De fato, ambas as economias apresentaram taxas de dois dígitos, em média. No Brasil, indubitavelmente, a criação do mecanismo de correção monetária (a partir de 1964) permitiu uma maior tolerância com as taxas de inflação, mas vale lembrar que a Coréia apresentava taxas de inflação bem superiores à média asiática durante o período aqui considerado. Durante o longo período que se estende de 1954 a 1980, o Brasil apresentou taxas de inflação anual média (medida pelo deflator do PIB) de 35,3% ao ano – embora nos primeiros anos da década de 1960 (que justamente precede o Golpe Militar de 1964) o país tenha apresentado taxas bastante superiores a essa média, como indica o gráfico abaixo. No que se refere à Coréia, a taxa média de inflação foi bem inferior (19,9% ao ano), tendo os picos inflacionários ocorridos no período que sucede a Guerra Coreana, no início dos anos 1960 (após o golpe militar) e em 1974, em virtude do choque do Petróleo.

Gráfico VIII



Fonte: Korean Central Bank e IBGE

- Referências históricas relevantes para esse trabalho

A história Coreana apresenta diversas similitudes com as experiências latino-americanas de industrialização tardia (*late-late development*), sobretudo a dependência de economias centrais e o autoritarismo burocrático. De fato, quando se considera a configuração que emerge das primeiras décadas sob dominação japonesa (considerando na sua primeira etapa até 1930), a Coréia é, como o Brasil, uma economia voltada para exportação de commodities agrícolas, com uma estrutura econômica marcada no início do século, por fortes desigualdades regionais e de renda.¹³⁷

Entretanto, a comparação do país com padrões latino-americanos de colonização precisa ser temperada por considerações sobre as influências culturais e religiosas de seus dois vizinhos: China e Japão - em particular pela influência do confucionismo. Diferente desses, porém, a Coréia não respondeu rapidamente a influência ocidental, permanecendo uma sociedade bastante homogênea em termos não apenas étnicos, mas também culturais, onde a fluidez entre estruturas de classe era muito superior (Cole, D e Lyman, P, 1991).

Uma importante diferença em relação ao digamos, padrão latino-americano, deriva do fato de que na Coréia não existia, a bem dizer, um forte poder agrário-exportador que fizesse face aos objetivos industrializantes do Estado. A sociedade tradicional coreana foi esmagada durante o período colonial e por isso mesmo inexistia uma elite poderosa que viesse a fazer face aos objetivos industrializantes progressivamente assumidos pelo Estado. Em contraposição, no Brasil, o projeto de industrialização, liderado por órgãos do Estado, sempre esbarrou em profundos interesses agrário-exportadores que precisavam ser contornados, através de diversas concessões, sobretudo aos produtores de Café paulistas, mas também aos coronéis da cana-de-açúcar, no Nordeste.¹³⁸

Na realidade, no caso brasileiro, é a crise de 1929 que coloca em xeque, pela primeira vez, a estrutura econômica agrícola brasileira porque revela, com força inexorável, a

¹³⁷ A Coréia tornou-se um protetorado Japonês em 1905 e foi completamente anexada em 1910. A análise da dominação japonesa deve, porém, ser dividida em pelo menos duas etapas: 1910-30 e 1930-45. Na primeira, o Japão possui interesses que poderiam ser caracterizados como “mercantilistas” (leia-se interesse na exportação de commodities e exploração da demanda interna para produtos japoneses), abortando qualquer iniciativa industrial nacionalista, particularmente através da Lei de Corporações em que permitia ao governo controlar e dissolver negócios coreanos, quando julgado necessário pela Metrópole. Após 1930, porém, com a configuração dos interesses imperialistas de expansão na Ásia do Japão, a industrialização coreana passa a ser promovida.

¹³⁸ A observação quanto à proteção dos cafeicultores não pretende negar a importância econômica do produto para a economia brasileira no período considerado (ou seja, da existência de uma racionalidade econômica para os incentivos dados pelo governo). Para uma discussão da importância do Café no desenvolvimento brasileiro ver Delfim Netto, A, 1973. Quanto à contribuição do café para a acumulação de capital e a dinâmica café-indústria o tema é controverso na literatura. Ver Suzigan 1975 para o debate.

vulnerabilidade de uma economia exportadora. Ainda assim, vale lembrar, o candidato que saiu vencedor nas eleições de 1930 foi Júlio Prestes, o qual possuía o emblemático slogan: “a laranja salvará o café” (Castro, A., 1994). Assim, foi preciso um verdadeiro Golpe de Estado, articulado por Getúlio Vargas e apoiado por forças políticas do Rio Grande do Sul e de outros estados marginalizados do poder (em particular, Rio de Janeiro, Paraíba e Minas Gerais) para questionar os interesses agrícola-exportadores e propor um projeto alternativo de “Brasil Nação” – em contraposição ao “Brasil dividido em 12 feudos”, como diziam os rebeldes tenentistas que apoiaram a revolução de 1930. Aliás, vale ressaltar, o projeto industrializante de Vargas só se torna mais claro em seu segundo governo (1950-54), a despeito da luta pela construção da Companhia Siderúrgica Nacional (CSN) ter ocorrido ainda no Estado Novo (Ver Martins, L., 1976 e D’Araújo, M.C., 2003).¹³⁹

Na Coreia, cabe insistir, não havia grandes interesses ou grupos políticos importantes a serem contornados. A bem dizer, os japoneses foram os responsáveis pela criação da Coreia moderna e capitalista promovendo o desmantelamento das instituições dinásticas, a abolição da escravidão e a codificação da legislação civil. A eles direta ou indiretamente também se deve à redução das desigualdades através da introdução de uma extensa reforma agrária e das revoluções introduzidas nas práticas agrícolas. Foram também os japoneses os responsáveis por instituir uma importante tradição de meritocracia na burocracia, respeitando princípios do confucionismo. Estes traços, que se revelariam de grande importância no processo futuro de catch up coreano, evidentemente não eram a época percebidos como potencialmente positivos, dada a brutalidade do regime colonial japonês. Já as forças de ocupação militar americana, se por um lado libertam o país do odiado colonizador, por outro desconheciam inteiramente o funcionamento das instituições locais e não tinham usos para a insipiente burocracia coreana. (ver Cole and Lyman 1971).

Ao analisar a Coreia no início dos anos 1950, devemos também partir do princípio de que a sociedade coreana é uma sociedade constantemente ameaçada: primeiro pelos japoneses, depois pelos americanos e, por fim, pelos próprios coreanos do Norte, após a divisão do país em 1948. Pairam, portanto, “inimigos” por todos os lados. Mesmo nas duas décadas que se seguem, o país sente-se constantemente ameaçado por seus vizinhos: China,

¹³⁹ A luta pela manutenção dos interesses paulista pode ser retratada por inúmeros episódios na primeira metade do século XX. Ressalta-se em particular a Revolução Paulista de 1932 e a “Marcha do Café” em 1954. Ver Fausto, Boris 1994; D’Araújo, M.C., 2003. Mesmo Juscelino Kubtscheck (1956-61) – já na virada da década de 1960, estima-se ter gasto com a compra de sacas de café (para defender seu preço) o dobro do efetivamente gasto com a capital Brasília, cuja construção consumiu entre 2 a 3 % do PIB (Lessa, 1981). Para uma análise de como JK consegue articular e fazer aprovar no Congresso Nacional um plano tão ambicioso como o Plano de Metas, apesar do baixo grau de consenso em torno de seu nome nas eleições, recomenda-se Benevides, M.V., 1976.

Japão, Coréia do Norte e mesmo Rússia, - de forma que a proximidade com os EUA é considerada, simplesmente, imperativa, ainda que provoque sentimentos conflitantes. Neste ponto, é preciso reforçar, a comparação com o Brasil é forçosa, uma vez que, em termos relativos, o contexto de Guerra Fria e o sentido de “ameaça externa” foi aqui irrisório.¹⁴⁰

A existência do elemento “inimigo externo” torna os jogos políticos e a própria condução da economia coreana mais arriscada e complexa do que o paralelo contexto brasileiro. Por outro lado, as mazelas da Guerra Fria vêm acompanhadas de abundantes recursos de Ajuda Externa que, como veremos, torna o financiamento da industrialização coreana muito mais fácil. De fato, o Brasil terá inúmeras dificuldades em captar recursos externos sob a forma de empréstimos e financiamentos, em diversos momentos. Já no tocante ao investimento estrangeiro direto, a Coréia possui baixa atratividade, diferentemente do Brasil, entre outras coisas, por seu grande mercado interno. Soma-se a isso o fato de que a “ameaça externa” é obviamente um fator de coesão nacional – o que explica em parte a estabilidade política que se segue na Coréia.

Sobre este último aspecto, aliás, cabe dizer que, numa definição mais ampla do conceito, houve certa estabilidade política nos dois países. No caso coreano, a continuidade de grupos no poder é evidente: o Presidente da Primeira República, Syngman Rhee, permaneceu 12 anos no poder (1948-60), sendo substituído pelo General Park Hee, que permaneceu ainda mais tempo (17 anos – de 1961 à 1978 – sendo Presidente da República eleito a partir de 1963).¹⁴¹

No caso brasileiro, se iniciarmos nossa análise no primeiro ano do Governo Dutra (1945-1950), também é possível admitir a existência de certa continuidade política. Após ter permanecido 15 anos no poder, Vargas (1930-45) fez do General Dutra seu sucessor, sem maiores dificuldades, e voltou ao poder “de colher” (como diziam as charges da época) em 1950. Após seu trágico suicídio, o vice (Presidente Café Filho) assumiu o poder (houve, portanto uma transição pacífica de poder) e foi sucedido por Juscelino Kubitchek, cujas bases partidárias eram o PSD e o PTB – ambos os partidos criados por Vargas. Considerando o período 1945-1960 houve, assim, uma relativa continuidade (contestada em alguns episódios como, por exemplo, o conturbado início do governo JK – ver Benevides, M.V.,1976). A seguir, após os tumultuados anos entre 1961 e 1964, inicia-se um novo longo período. Como

¹⁴⁰ Não se está aqui negligenciando a importância do apoio Americano ao regime militar brasileiro nos anos 1960. Entretanto, o uso do “medo do comunismo” como um instrumento para promover o desenvolvimento e o comércio internacional foi, sem dúvida, menos importante no caso brasileiro do que no caso coreano.

¹⁴¹ Houve um curto período de tempo no qual uma Junta Militar ocupou o poder na transição entre os referidos Presidentes.

bem se sabe, o regime militar (instaurado em 1964) só começa a ser flexibilizado ao final dos anos 1970, com a abertura “lenta, gradual e insegura” do General Geisel.¹⁴²

Vale aqui acrescentar a hipótese de um certo paralelismo entre o corporativismo de Estado do Presidente Rhee e o corporativismo do Primeiro Governo Vargas. Em ambos os casos, o grande projeto do governo era a “Construção do Estado”, mais do que tudo.¹⁴³ Em ambos, o apoio dos militares e a construção de uma forte burocracia estatal insulada foram elementos fundamentais. Vargas e Rhee são, em grande medida, os responsáveis por instituir uma tradição de insulamento burocrático e meritocracia na gestão Estatal. No caso brasileiro, esta tradição foi, em grande medida, mantida por JK pelos Grupos de Trabalho do Plano de Metas e mesmo ampliada, com a criação dos Grupos Executivos e da chamada “administração paralela” (Ver Benevides, M.V., 1976). Foge ao escopo desse trabalho, entretanto, analisar esse aspecto comparativo em profundidade.

Finalizando os contrastes e similitudes aqui acentuados, cabe acrescentar, sumariamente, duas contraposições de natureza econômica social. Primeiramente, tanto a Coreia quanto o Brasil já possuíam uma indústria incipiente por volta dos anos 1930. Entretanto, ao final dos anos 1950, o Brasil possuía uma estrutura industrial muito mais desenvolvida e diversificada do que a Coreia – sendo o impacto da II Guerra Mundial neste país e, sobretudo, a divisão da nação em 1948, seguido de Guerra Civil, os grandes responsáveis pela diferença.¹⁴⁴

Em segundo lugar, não podemos aqui deixar de nos referirmos ao contraste usualmente enfatizado entre as experiências coreana e brasileira no que toca à distribuição de renda. De fato, o modelo de desenvolvimento coreano para o período 1950-80 terá como marca a equidade de renda – enquanto no caso brasileiro o modelo foi, no mesmo período, indubitavelmente, concentrador. Na grande maioria das interpretações comparativas entre os dois países nesse aspecto, creditam-se as diferenças existentes à teoria do capital humano. Assim, a Coreia, baseada em princípios confucionistas, teria sempre investido muito mais em educação do que o Brasil – o que teria resultado em maior equidade. Embora fuja ao escopo

¹⁴² Como é do conhecimento geral, o Presidente Geisel pretendia fazer a abertura “lenta, gradual e segura”. Entretanto, o processo se provaria na prática muito mais lento do que se pretendia, levando alguns autores a fazerem a citada paródia.

¹⁴³ A Construção do Estado em Vargas terá três pilares fundamentais: burocracia estatal, apoio dos militares e a política do trabalhismo. Ver Fonseca, P., 1987.

¹⁴⁴ Para o caso coreano, ver Amsden, A, 1989 e Cole and Lyman, 1971 e Kuznets, P. 1977. Para o caso brasileiro ver Castro, A.C. (1978). Para a discussão do processo de industrialização no período ver: Versiani, F e Barros, J, 1977; Mello, J 1986 e Malan, P, 1977.

deste artigo tecer considerações a respeito, gostaríamos de fazer algumas poucas observações sobre o tema.

Em grande medida, a diferença no tocante à situação de distribuição de renda entre Brasil e Coreia no período 1950-80 decorre do ponto de partida de nossa análise (1950). No caso coreano, ao final dos anos 1940, as forças de ocupação americanas tiveram de promover uma ampla reforma agrária em resposta às violentas demandas dos agricultores – pressionados também pelo exemplo soviético ao norte do país. Ao que tudo indica, os resultados desta reforma foram extremamente significativos: 70% das terras produtivas foram redistribuídas e mais de um milhão dos dois milhões de famílias rurais beneficiadas. Houve, portanto, um esforço deliberado do governo coreano em promover a distribuição de renda em favor dos pequenos produtores, o que implicou importante melhora nas condições de vida da população rural, de acordo com diversos estudos.¹⁴⁵

Posteriormente, durante o período 1950-1953, a Guerra Civil entre o Norte e o Sul do país foi um novo fator de equalização. A guerra destruiu tantas formas de riqueza que, quando teve fim, os coreanos eram “igualmente pobres”¹⁴⁶. Em termos da contribuição para o aumento da produtividade, a reforma agrária pode até ter sido, no curto prazo, prejudicial, como ponderam alguns autores, mas politicamente teve efeitos muito positivos, uma vez que terminou por destruir as possibilidades de um levante comunista: “The reform similarly eliminated the last key issue on which the left wing could have hoped to develop substantial rural support in Korea”. (Cole and Lyman, 1971, p.21)

Neste sentido, foi a força destrutiva das Guerras o que fez com que a Coreia já partisse nos anos 1950 de uma estrutura de distribuição de renda muito mais equânime do que a brasileira – o que obviamente não isenta o modelo brasileiro do agravamento na desigualdade sofrido ao longo dos anos 1960, por exemplo, nem nega que a política educacional coreana não tenha contribuído para a maior equidade¹⁴⁷. Cabe lembrar, porém, que também na Coreia houve uma piora da distribuição de renda quando o processo de industrialização se intensificou na direção mais capital intensivo, nos anos 1970.

¹⁴⁵ Ver Suh 1992, Campos 1976, Kuznets, 1977, Hayami 1988, Hasan, 1979 e Amsden, 1989.

¹⁴⁶ “*An equitable income distribution structured prevailed in the midst of that poverty, setting the stage for the new development efforts ... the rapid rise in the level of education and the relatively equitable distribution of both income and wealth paved the way for future development*” (Suh, S, 1992, p. 10).

¹⁴⁷ Existem diversos trabalhos interessantes sobre a problemática da distribuição de renda no Brasil. Em particular ressaltamos a coletânea organizada por Tolipan e Tinelli (1975), os trabalhos Fishlow (1973), Hoffmann (1973), Langoni (1973), Wells (1979), Giambiagi (1987), Barros, R. e Mendonça (1995) e Bonelli e Sedlacek (1989).

Tabela XXXI

Coréia: Distribuição de Renda

| Grupo de Renda | 1970 | 1976 | 1980 |
|---|-------------|-------------|-------------|
| Participação na renda dos 40% mais pobres | | | |
| Consumidores (Agregado) | 19.6 | 16.9 | 16.1 |
| Consumidores Rurais | 21.2 | 19.5 | 17.5 |
| Consumidores Urbanos | 14.1 | 15.4 | 15.3 |
| Participação na renda dos 20% mais ricos | | | |
| Consumidores (Agregado) | 41.8 | 45.3 | 45.4 |
| Consumidores Rurais | 38.0 | 40.6 | 42.2 |
| Consumidores Urbanos | 47.0 | 48.7 | 46.9 |

Fonte: Suh Sang-Mok, 1992, p. 21

Seção II: Modelos de Desenvolvimento no Brasil e na Coréia – recapitulando a literatura

Nesta seção veremos as duas principais interpretações existentes que comparam os modelos de desenvolvimento asiáticos e latino-americanos: 1) a dicotomia modelo orientado para fora versus modelo orientado para dentro do Banco Mundial e FMI; e 2) a crítica à esta visão, através de uma leitura institucionalista das experiências asiáticas. Será somente na seção seguinte (Seção III) que nos posicionaremos nesse debate.

- A dicotomia Modelo Orientado para Fora versus Modelo Orientado para dentro

Comparações entre Brasil e Coréia costumam envolver disputas sobre o modelo de desenvolvimento adotado em cada um dos países, buscando encontrar razões para o sucesso dos países asiáticos em alcançar o desenvolvimento – e a falha dos países latino-americanos, por contraste. Durante muitos anos o modelo de substituição de importação ou orientado para dentro (*inward oriented*) foi a maior referência para caracterizar os países latino-americanos. Por contraste, o modelo exportador (*export oriented* ou *outward oriented*) seria o padrão para o desenvolvimento dos países asiáticos.

A bem dizer, desde os anos 1970, tanto o Banco Mundial quanto o FMI ressaltaram a orientação de livre comércio como a explicação por trás do sucesso asiático. Essa posição, porém, ganha força durante os anos 1980, com o estouro da crise da dívida latino-americana. O fato de os países latino-americanos sofrerem uma severa crise da dívida, enquanto os NICs asiáticos (apesar do curto período recessivo que se seguiu logo após o Segundo choque do petróleo e choque de juros) conseguiram sustentar suas taxas de crescimento, foi visto como a prova cabal de que o modelo exportador (*export-led growth*) fosse uma estratégia superior, a ser replicada no resto do mundo.

Seguindo a definição feita pelo Banco Mundial (1987, p.78), a “Orientação para fora” é uma situação onde o comércio e a política industrial não discriminam entre o mercado doméstico e as exportações, nem promovem discriminação entre compras domésticas ou externas de bens e serviços. Porque não existe um viés no comércio, a estratégia é chamada de “orientação para a promoção de exportações” (*export promotion orientation*). Em contraste, uma estratégia “voltada para dentro” (*inward oriented*) é aquela em que existe um viés que favorece a indústria local, em detrimento das exportações. Ou, como definido por Bradford (1990, p.34): “An import substitution strategy is a set of deliberate policies that discriminates against those imports that compete with existing or nascent domestic sources of production”.

Dentro dessa dicotomia, a experiência brasileira e a coreana do pós-guerra foram/são freqüentemente citados. Para sermos precisos, seguindo o *1987's World Bank Report*, a Coreia deveria ser classificada (a depender do período em análise) como um caso “moderado de orientação para fora” (*moderated case of outward orientation*).¹⁴⁸ Em contraposição, o Brasil seria um caso “moderado de orientação para dentro”.

A Coreia teria adotado o modelo de Substituição de Importações nos anos 1950, com resultados considerados pífios, mudando para uma estratégia (considerada) superior a partir dos anos 1960: orientação para fora. De acordo com essa visão, a Coreia a partir dos anos 1960 (assim como outros países do Sudeste Asiático), “... ‘relied extensively on private markets’ (Friedman and Friedman, 1980), and free trade regimes (Little, 1979, 1982), and state intervention has been largely absent (Chen, 1979)”.¹⁴⁹ Reconhece-se, todavia, que (mesmo após os anos 1960) a Coreia continuou a discriminar (certas vezes) em favor do mercado doméstico. Entretanto, esse comportamento não é visto como algo relevante para

¹⁴⁸ O Relatório de 1987 classifica 41 países em desenvolvimento em quatro categorias, de acordo com o grau de orientação para fora e mede uma dessas categorias em seis critérios de performance macroeconômica, demonstrando que aqueles que seguiram uma orientação fortemente orientada para fora tiveram melhor desempenho.

¹⁴⁹ Quoted in Billoti, 1997, p. 76.

entender a boa performance industrial ou de crescimento do país. Ao contrário, a manutenção de certo grau das políticas de substituição de importações é vista como a chave para compreender porque o país possuiu inflação superior ao restante de Ásia.

O Brasil, em contrapartida, apesar de desde 1968 ter promovido exportações, teria basicamente seguido a estratégia de Substituição de Importações – o que explicaria seu fracasso nos anos 1980 e a persistência inflacionária. O Box V abaixo sumariza as principais idéias apresentadas em diversos Relatórios feitos ao longo dos anos 1980.

Box V

Modelo Orientado para Dentro versus Modelo Orientado para Fora – a análise do Banco Mundial

Os autores que defendem a superioridade da estratégia “orientada para fora” não reconhecem a existência de diferenças nas elasticidades entre exportações de bens primários e importações de bens industrializados como um motivo para promover a industrialização. Empiricamente, usam dados de comércio internacional pós anos 1950 para mostrar que não existe tal coisa como o “pessimismo das elasticidades” defendido por Prebisch nem tampouco a “tendência à deterioração dos termos de troca”. Teoricamente, rejeitam a idéia de que nos países menos desenvolvidos a ação estatal possa ser necessária para retirar os países da “armadilha do crescimento baixo” (*low-level equilibrium trap*) (Bilotti, 1997, p. 75). Ao contrário, argumentam que o livre comércio *per se* dá as oportunidades para o melhor uso dos recursos domésticos. Enfatizam a chamada “economia do lado da oferta”, e a importância na obtenção de economias de escala e escopo, negando os argumentos keynesianos usuais de demanda. Sinteticamente, como afirma Lal (1983, p. 25): “free international trade is the best policy against monopoly rents and the outcome of inefficient industries”.

Dando suporte a essa linha de argumentação, Balassa (1981), por exemplo, estabelece uma relação positiva entre exportações e crescimento em países de renda média (*middle-income countries*). Ele argumenta que a expansão das exportações é benéfica para o crescimento econômico porque incentiva a melhor alocação dos recursos em linha com vantagens comparativas, aumentando o grau de utilização de capacidade, proporcionando ganhos de escala, maior eficiência e maiores taxas de crescimento da produtividade. Jagdish Bhagwati (1986, p. 93) vai além, afirmando que a consideração da superioridade da estratégia de promoção das exportações (em relação a de substituição de importações) é “universal entre os economistas” (citado em Balloti, 1997, p. 78).

Condenando o uso de estratégias de substituição de importações, os autores sumarizam as conseqüências desse modelo mostrando dados de performance latino-americanos (comparando seus resultados com aqueles alcançadas por países do Sudeste Asiático): menor qualidade nos bens e serviços produzidos, maiores preços, ineficiência econômica (tendência a emergência de monopólios) com desperdício de recursos públicos. Especificamente, o uso intenso de tarifas e quotas é visto como a chave para compreender o porquê da freqüência de comportamentos *rent seeking* nos países latino-americanos.

Os mais radicais atribuem as falhas na política industrial dos países latino americanos às idéias equivocadas e à “[D]ecades of unwise government intervention in the economy” (Bierteker, 1955, p. 177). Friedman and Friedman (1980), por exemplo, condenam toda e qualquer forma de intervenção estatal (exceto nas chamadas funções do Estado, tais como polícia, garantia dos direitos de propriedade etc), defendendo que o crescimento maior dos países asiáticos não deveria ser creditado ao Estado, mas, ao contrário, apesar do Estado. Em suas palavras: “Malaysia, Singapore, Korea, Taiwan, Hong Kong and Japan – relying extensively on private markets – are thriving ... By contrast, India, Indonesia, and Communist China, all relying heavily on central planning, have experienced economic stagnation” (ibidem, p. 57).

(Continua)

Box V
Modelo Orientado para Dentro versus Modelo Orientado para Fora –
a análise do Banco Mundial
(*Continuação*)

Alguns autores que defendem a superioridade do modelo “orientado para fora” admitem, porém, que, ocasionalmente, o Estado teve um importante papel em promover o desenvolvimento. Assim, uma estratégia de Substituição de Importação poderia ter sido adequada nos estágios primários da industrialização, mas levaria a falhas no médio prazo devido a: “various inbuilt constraints, most notably foreign exchange shortages and limited extent of domestic markets” (Billoti, 1997, p. 71). Desta forma, o sucesso das economias do Sudeste asiático deveria ser creditado a uma mudança para a orientação exportadora, no início dos anos 1960 e, sobretudo, através da abertura da economia ao comércio exterior.

Em um contexto mais geral, defende-se que a intervenção governamental deveria ser permitida durante apenas um curto período de tempo, em áreas de menor interesse privado (tais como infra-structure ou de atuação de micro e pequenas empresas), ou ainda nos casos de monopólios naturais. Mesmo neste caso, argumenta-se que, na maioria das vezes, melhorar o aparato regulador seja uma estratégia superior do que a de prover, pelo próprio Estado, os recursos através do monopólio natural. Além disso, as empresas estatais são consideradas, por definição, ineficientes e um fardo (nem o governo nem o setor privado têm interesse em continuar os negócios). As razões para que sobrevivam ao longo do tempo são tortuosas: ideais nacionalistas, políticas para a redução do desemprego (consideradas ineficientes), razões militares ou simplesmente *lobbies* burocráticos. Ainda assim, admite-se que, às vezes, as livres forças do Mercado levam a uma piora da distribuição de renda – mas argumenta-se que os benefícios do crescimento no longo prazo serão distribuídos. Para evitar problemas de curto prazo, investimentos em educação devem ser feitos – e aqui os países do Sudeste asiático são novamente à referência (World Bank, 1984). Por fim, o caso de políticas de apoio a P&D são mais controversos na literatura: alguns autores clamam que os países em desenvolvimento deveriam se limitar a importar (uma vez que é menos custoso comprar do que fazer os investimentos necessários para produzir – dados os elevados custos associados à inovação); outros defendem políticas de governo de incentivo, argumentando a favor de efeitos de *spill-over* e economias de escala e escopo. Krueger (1984), por exemplo, defende que os recursos a serem gastos em países em desenvolvimento seriam melhores utilizados se fossem gastos para aumentar a justiça social e promover o desenvolvimento em áreas mais pobres.

Os mais famosos trabalhos sobre “as desastrosas conseqüências do modelo de substituição de Importação” são feitas por Krueger (1984) e Lal (1983). Os autores, chamando a atenção para o comportamento *rent seeking*, o viés anti-exportador desse modelo – e para os efeitos positivos de uma mudança de uma orientação “voltada para dentro” para um modelo “orientado para fora” (*inward orientation towards export promotion*), citam o caso coreano na passagem dos anos 1950 para os anos 1960.

Krueger, por exemplo, enfatiza que o final do período Rhee (1945-60) trouxe: 1) pressões competitivas, devido ao aumento do grau de abertura da economia; 2) relaxamento das restrições de divisas, por conta dos resultados obtidos com o crescimento das exportações; 3) maior uso da capacidade instalada; 4) ganhos de escala e escopo, devido à orientação exportadora; e 4) enfraquecimento dos laços entre a agricultura e a indústria. Olhando a

participação da indústria no PIB e comparando-a com a “norma”, a autora argumenta que a Substituição de Importação dos anos 1950 falhou em criar as bases para a indústria se tornar o setor dominante na economia. A indústria representava 13% do produto em 1955; 15,6% em 1960 – quando a norma em 1955 já era de 17%.¹⁵⁰

Essa postura, condenando o modelo de desenvolvimento coreano praticado nos anos 1950, é reforçada por diversos autores: Cole and Lyman (1971), Alam (1989) e mesmo Amsden (1989), importante autora crítica da visão do Banco Mundial, como veremos a seguir.¹⁵¹ Estes autores, embora reconheçam alguma racionalidade na “orientação para dentro” devido ao esforço em recuperar uma economia devastada pela Guerra, enfatizam (todos) o fato de essas políticas estarem embebidas em um contexto de corrupção tendo falhado em alcançar o desenvolvimento:

“During the period when venality was pervasive (the First-Republic, 1948-60), political connections led to an uneven distribution of the spoils. Fortunes therefore were amassed, the ‘gravy train’ starting with sales of Japanese property at below-market prices. Favored firms, whatever their origins, were allocated hard currency to import scarce materials – grains and fertilizers – that they then resold on the domestic market at monopoly prices. They were given loans at subsidized interest rates. They were granted tax exemptions, and they were awarded preferential contracts for large-scale government projects” Amsden, 1989, p. 39

“It was a period of rapid change ...It was also marked by considerable corruption in the growth process, particularly in the sale of former Japanese properties, the distribution of bank loans, and the approval of import licenses ... the growth was in step with an increasing and, to some seemingly hopeless dependence on the United States, a dependence that appeared to be aggravated by government policies of overvalued exchange rates and deliberately low crop estimates designed to help enlarge aid requirements ... Finally, there was a lack of planning and of sense of direction in the growth that was taking place.” Cole and Lyman, 1991, p. 26

“During the 1950s, the Rhee government gave precedence to politics over economics, as reflected in its espousal of reunification, commitment to military preparedness, and policy of distancing Korea from Japan. Given the generous flows of U.S economic and military assistance, the Rhee government evinced little interest in pursuing a program of planned economic development; consider, for instance, its neglect of the five-year Nathan plan proposed in 1954.” Alam, M., 1989, p.40

Tudo se passa como se os autores supra-citados (Amsden, Cole and Lyman e Alam) considerassem a Substituição de Importações uma estratégia inadequada para uma economia

¹⁵⁰ Charles Frank, Kwangsuk Kim, and Larry Westphal: *Foreign Trade Regime and Economic Development: South Korea*, p. 96, citado em Woo, J, 1991, p. 58.

¹⁵¹ Ver também Amsden 1994, 2001 e Amsden e Eoh, 1993.

do tamanho da coreana, levando em conta sua escassez de recursos naturais. Para eles, o impacto da estratégia de substituição de importação praticada durante o período de ocupação americana poderia ser considerada como, no máximo: “modernizing but distorted and unbalanced”, como caracterizado pelo U.S Congressional Subcommittee (citado em Amsdem, 1989, p. 47). Lyman and Cole (1971, p. 129) vão além, observando que a Coréia foi incapaz de fazer a transição do consumo para o investimento até ter início o período de rápido crescimento, em 1963. De fato, o investimento representava apenas 11% dos recursos disponíveis durante o período 1953-1962 (Bank of Korea, Economic Statistics Yearbook, 1969).

- O Caso Brasileiro

O grande marco na literatura sobre o modelo de substituição de importações aplicado ao caso brasileiro é o clássico trabalho de Tavares (1963). Neste se argumenta que, diante da restrição a importar dada por choques externos tais como a crise de 1929, a Primeira Guerra Mundial e a Segunda Guerra, o Brasil se viu obrigado a se voltar para seu próprio mercado.

Embora se reconheça que já nos anos 1930 existisse uma indústria insipiente no país, a industrialização teria ganhado *momentum* a partir da resposta aos sucessivos desafios colocados pelo “estrangulamento externo”, ou seja, pelas recorrentes crises do Balanço de Pagamentos. Em linhas gerais, argumenta-se pela existência de uma contradição básica entre a necessidade do crescimento e a barreira que representa a quantidade de divisas (a capacidade de importar). Neste sentido, o modelo de Substituição de Importação (SI, doravante) começa com uma crise e é impulsionado a cada desequilíbrio externo duradouro.

A substituição inicia-se normalmente pela via mais fácil: a da produção de bens de consumo, onde a tecnologia é menos complexa, a intensidade de capital requerida é menor e há reserva de mercado. Todavia, a própria expansão da atividade interna nesta primeira fase engendra a necessidade de prosseguir o processo de substituição. Isto porque a instalação de unidades industriais para produzir internamente bens de consumo final, que antes se importavam, aumenta o mercado interno dos mesmos bens. A consequência é que a demanda derivada por importação de matérias primas e outros insumos cresce rapidamente, tendendo a ultrapassar as disponibilidades de divisas. Assim, na “superação das crises externas”, o país vai se tornando “quantitativamente menos dependente do exterior e mudando qualitativamente a natureza de sua dependência” (ibidem).

É praticamente impossível, porém, que um processo de industrialização exitoso se dê etapa a etapa de acordo com o grau de complexidade tecnológica e de requerimentos de capital, isto é, partindo dos bens de consumo menos elaborados e prosseguindo lentamente até atingir os bens de capital, alerta Tavares. É necessário que “o edifício seja construído em vários andares simultaneamente”, mudando apenas o grau de concentração em cada um deles, período a período. O planejamento é visto como fundamental no processo. É preciso prever a demanda agregada futura e decidir, autonomamente, investir, em antecipação – daí o papel do Estado e/ou “alguns raros empresários inovadores”.

Basicamente, no processo de substituição de importações, o governo brasileiro teria contribuído para a industrialização através de duas linhas de ação: 1) política de comércio exterior; e 2) política de investimentos. No primeiro caso, os instrumentos utilizados para o fomento à industrialização seriam o uso de taxas múltiplas de câmbio, o tratamento preferencial dado a bens de capital e a certos insumos essenciais e mesmo o uso dos lucros de câmbio como um instrumento para-fiscal de captação de recursos (Conta de Ágios e Bonificações – ver Anexo B). Em paralelo, ao criar Volta Redonda, Petrobrás, Eletrobrás e outras estatais, o governo brasileiro teria não só buscado a eliminação sistemática dos principais pontos de estrangulamento da economia, com ênfase nos setores de infra-estrutura, como também atuado através da concessão de financiamentos em condições favorecidas, via BNDE.

No que se refere à periodização, o início da Segunda Guerra seria um marco a partir do qual se fala da criação de um “modelo” de SI – em contraposição a um “processo natural”, que decorreria meramente de mudanças de preços relativos (câmbio) e das dificuldades (físicas) de importar dadas, por exemplo, pela Primeira Guerra Mundial e após a crise de 1929.¹⁵² O governo teria percebido a possibilidade de manipular a política de comércio exterior para fins de industrialização a partir do final do governo Dutra, na segunda metade dos anos 1940 – embora neste episódio ainda estivesse preocupado com a crise do Balanço de Pagamentos (e tivesse evitado a desvalorização, em grande medida, pelo temor inflacionário).¹⁵³

¹⁵² Para uma análise das diferenças entre o caso brasileiro e a vertente cepalina ver Bielschowsky (1987).

¹⁵³ No contexto do imediato pós-guerra, em curto período de tempo, o Brasil passou de uma posição confortável de reservas para uma crise de Balanço de Pagamentos. Os fluxos de capital, que se esperava virem para o Brasil pela adoção dos princípios de *Bretton Woods*, simplesmente não vieram – e o governo teve de adotar o contingenciamento de importações a partir de 1948 (Ver Anexo). As autoridades brasileiras evitaram a desvalorização, percebendo que num contexto de inelasticidade das exportações ao preço e inelasticidade renda das importações, a desvalorização só provocaria mais inflação (Besserman, S. em Giambiagi et ali, 2004).

Se ao longo do governo Dutra (1945-60) teria ocorrido a fase da SI de bens de consumo duráveis (exceto automóveis), a etapa seguinte (durante o governo JK, 1956-1960) teria sido responsável por um processo de SI em diversas camadas da pirâmide industrial simultaneamente (indústria de base, indústria de bens de capital, indústria intermediária e indústria de bens de consumo duráveis).

Em um trabalho posterior, publicado em 1972 (livro que incorpora o artigo de 1963), a autora aposta na tendência ao esgotamento do modelo brasileiro, seguindo a análise do mestre Celso Furtado.¹⁵⁴ Os motivos apontados para a tendência à estagnação seriam dados por limitações internas do próprio, aplicadas ao contexto brasileiro: a pequena dimensão dos mercados nacionais, a má distribuição de renda e alta concentração setorial e regional da indústria (o que geraria problemas na medida em que não se alcançavam escalas mínimas), ao chamado “ciclo de emprego” e aos problemas relativos ao financiamento.

A conclusão pela tendência à estagnação decorre da análise de que a industrialização brasileira estaria ocorrendo repleta de problemas: elevados custos (decorrentes da estrutura oligopolista consequência, por sua vez, do tamanho diminuto do mercado), desemprego estrutural da mão-de-obra não qualificada (ressaltando o mau aproveitamento de recursos abundantes pela importação de técnicas produtivas intensivas em capital), uma tendência estrutural à inflação e o problema da falta de Planejamento.¹⁵⁵ A rigor, conforme o processo de S.I avançasse, tornar-se-ia crescentemente difícil prosseguir. Isto porque cresceriam a complexidade tecnológica, os limites impostos pela escala, as barreiras impostas por *know-how*, às necessidades de mão-de-obra qualificada (inexistentes), o problema da inadequação de recursos (por exemplo, uso de técnicas capital intensiva quando existiriam escassos recursos de capital e abundante recurso de mão-de-obra no país), limitações dadas pela ausência de adequada fonte de recursos minerais e de fontes de energia e – por último, mas não menos importante – por restrições de financiamento. Este último ponto nos interessa em particular.

¹⁵⁴ Em um ensaio intitulado “Além da Estagnação”, assinado em co-autoria com José Serra (Tavares, 1972), defende-se que devido a limitações internas do modelo, a SI estaria sim fadada ao fim (conforme havia previsto Furtado), mas não no prazo determinado pelo mestre. Neste artigo defende-se que alguns elementos (sobretudo mecanismos de crédito ao consumo fornecido por financeiras nos anos 1960, por exemplo) teriam dado uma sobrevida ao modelo – daí o título do artigo ser precedido por um “além” – mas a estagnação como tendência seria inexorável.

¹⁵⁵ A tese da inflação estrutural está associada a desequilíbrios recorrentes do Balanço de Pagamentos e a existência de gargalos existentes na produção agrícola. Outra fonte que a autora ressalta para a tendência a manutenção da inflação é o mecanismo de auto-financiamento das empresas – a seguir comentado. Quanto ao planejamento este teria evitado pressões inflacionárias, aumento dos desequilíbrios regionais e setoriais e poderia ter poupado divisas e poderia ter evitado descontinuidades no aparelho produtivo.

Tavares pondera que, historicamente, o financiamento às atividades primário-exportadoras havia ocorrido sem maiores transtornos no Brasil. Isto porque as necessidades de financiamento do modelo estavam associadas ao próprio desenvolvimento comercial e urbano, sendo facilmente obtidos por uma rede bancária operando em condições de “pouca sofisticação”, para usar uma expressão da autora. Embora fosse necessária uma certa acumulação de capital, não eram precisos créditos de longo prazo uma vez que o ciclo do café teria necessidades periódicas muito específicas. Paralelamente, os (poucos) investimentos em atividades intensivas em capital teriam sido realizados pelo capital estrangeiro – com suas próprias fontes de recursos. Ao passar de uma economia de base agrária para uma economia de base industrial, entretanto, as necessidades de capital de longo prazo se tornaram muito maiores.

Seguindo o raciocínio da autora, diante da constatação de que a poupança doméstica (em decorrência da baixa renda) seria insuficiente para criar os recursos necessários ao financiamento da indústria, um “enfoque estático” tenderia a ver a poupança externa como a solução. Entretanto, uma análise mais crítica tornava evidente que, embora a poupança externa ajudasse a resolver alguns dos problemas enfrentados pelo país na medida em que trazia não apenas capital, mas também mão-de-obra qualificada e *know-how*, ela não garantia o equacionamento da questão financeira: “Em termos dinâmicos e a longo prazo, as possibilidades de que o financiamento externo resolva o problema de ampliar a capacidade de poupança da economia são extremamente limitadas” (p. 128). Na percepção de Tavares, a poupança externa tenderia a ser usada para financiar consumo – e não para ampliar a capacidade de importar insumos e equipamentos necessários à industrialização.

Na “visão dinâmica”, adotada pela autora, não existiria um problema estrutural de escassez de poupança. Pelo contrário, em economias em desenvolvimento haveria um potencial de crescimento da poupança interna. O que faltaria seria a mobilização desse potencial (transferência dos setores superavitários para os deficitários) por uma rede bancária eficiente. Idealmente, a estrutura financeira deveria ser capaz de não apenas suprir a atividade real, mas também de permitir as transferências inter-setores requeridas pelo processo de desenvolvimento. Mas, para isso, os instrumentos financeiros teriam de possuir os padrões de liquidez exigidos pela demanda e dar garantias de rentabilidade e segurança aos poupadores.

A realidade brasileira, porém, era de um quadro: 1) sem financiamento externo, 2) com estrutura financeira interna inadequada e 3) com um setor público deficitário. Nessas condições, o financiamento à industrialização vinha se realizando em grande medida através da poupança forçada – com um conseqüente processo inflacionário. A inflação exercia o

papel de que o sistema bancário, pouco desenvolvido, era incapaz: transferir recursos entre os setores menos dinâmicos para os de maior potencial de crescimento. Ou seja, no caso brasileiro, embora a autora reconhecesse que o BNDE jogava um papel relevante no financiamento à infra-estrutura, a resolução dos problemas de financiamento à indústria estaria se dando primordialmente pela utilização de fontes internas - lucros retidos – para a acumulação de capital fixo e recorrendo, para o capital de giro, crescentemente a fontes externas: começando pelo crédito bancário, passando pelo endividamento inter-empresas e terminando (em 1960) no mercado financeiro não-oficial.

A prova apresentada era que entre 1945-1963 o volume de lucros havia se ampliado na economia. Este aumento da participação dos lucros, explicável em condições de oferta elástica da mão-de-obra, mercado protegido e oligopolístico, teria permitido uma acumulação de capital utilizada como fonte de auto-financiamento. Teriam favorecido o aumento da taxa de lucro efetiva os subsídios cambiais e fiscais para as importações de BK e os juros negativos – sendo a taxa sobre lucro-ilusório um fator redutor da taxa de lucro.¹⁵⁶

A inflação, porém, tenderia a se esgotar rapidamente como mecanismo de financiamento, na medida em que a esta se tornava disseminada na economia. Assim, o fim dos subsídios cambiais em 1961 (Instrução 204 – ver Anexo B), as restrições impostas ao crédito em 1963 (no contexto do Plano Trienal) e a introdução da correção monetária, após 1964 (na medida que difundia a indexação e, portanto, inviabilizava o uso do aumento do lucro como fonte de financiamento), somadas às limitações intrínsecas ao modelo (antes comentadas), fizeram com que os autores (Tavares e Serra, 1972) concluíssem pelo esgotamento do processo de S.I.

Historicamente, a tese da estagnação se mostrou equivocada uma vez que nos anos 1960, após a crise do início da década, a economia brasileira viveu seu “milagre” crescendo a 11,1% ao ano, durante o período 1968-73; e 7,1% ao ano entre 1974 e 1980. De fato, a substituição de importação entendida em seu sentido técnico difundiu-se largamente no período do II PND.¹⁵⁷ Todavia, importantes incentivos às exportações foram dados já a partir do final dos anos 1960, tornando difícil a caracterização do modelo brasileiro, mas isso já faz

¹⁵⁶ A taxa sobre lucro ilusório ocorria na medida em que não existia um mecanismo de correção dos balanços das empresas. Desta forma, enquanto as receitas eram apuradas pelo seu valor corrente, os custos das empresas eram computados pelo seu valor histórico, inchando artificialmente os lucros.

¹⁵⁷ Diversos autores estendem a análise de Tavares (1963), advertindo que diferente do previsto no artigo de Tavares, M.C e Serra, J. (1972) a substituição de importações teria durado até 1980. Durante o Milagre (1968-1973), o foco da SI teria sido (novamente) a indústria de bens duráveis de consumo, desta feita com ênfase no setor automotivo. Por fim, ao longo do II PND, teria ocorrido a fase mais difícil de SI: o desenvolvimento da indústria de base e de capital – completando a pirâmide industrial.

parte da análise crítica dos modelos de desenvolvimento – a ser realizada da Seção III.¹⁵⁸ Antes, devemos tecer alguns comentários sobre a revisão da literatura do Banco Mundial e as teses “institucionalistas”.

- Evolução das idéias do Banco Mundial sobre a Ásia

Seria injusto não reconhecer que o Banco Mundial mudou de atitude bem como das variáveis utilizadas para provar seus argumentos sobre a dicotomia (modelo orientado para fora versus modelo orientado para dentro) ao longo do tempo. Qualquer leitor mais atento pode perceber que, na medida em que o tempo passa, a posição do Banco se torna menos radical contra o intervencionismo do governo – ao menos no que se refere ao caso dos países asiáticos (ver Evans, 1995).¹⁵⁹

Até os anos 1990, pode ser dito que o Banco adaptava a visão usual neoclássica, chamando atenção da necessidade de *getting the basics right*, para usar uma expressão do próprio. Sinteticamente, a visão é de que o sucesso das economias asiáticas – em contraposição ao fracasso latino-americano – devia-se às políticas que enfatizavam a estabilidade macroeconômica, a confiabilidade do ambiente de negócios (no sentido da garantia do cumprimento das leis – *reliable legal framework*), assim como à promoção da competição internacional. Em particular, é chamada atenção para a orientação de comércio exterior, a ausência de controles de preços e o investimento em capital humano.

As coisas só começam a mudar mais significativamente em 1993, quando Banco Mundial publica o Relatório: *The East Asian Miracle Economic Growth and Public Policy*. Todavia, já no Relatório de 1991 está presente, de forma mais proeminente, a idéia da existência de falhas de mercado de forma que o Relatório: “holds in favor of reduced but

¹⁵⁸ Entre os incentivos dados ao setor exportador, cita-se a introdução do regime de mini-desvalorizações cambiais, adotado em 1968, incentivos fiscais, e o programa Befiex, a partir do início dos anos 1970, quando as firmas recebiam condições favorecidas para a importação desde que a contrapartida de exportações superasse as compras internacionais. Ver Giambiagi, 1988.

¹⁵⁹ Por exemplo, no *1983 World Development Report* o argumento central é de que as menores **distorções de preços** causaram maior crescimento no sudeste asiático – quando comparado à América Latina. Demonstra-se que nos 1970, países com maiores distorções cresceram em média 3% ao ano, enquanto países com menores distorções teriam crescido em média 7% (World Bank 1983, p. 61). Já na publicação *1987 World Development Report* (entitulada *Trade and Industrialization*), a variável utilizada para a comparação é a **taxa efetiva de proteção** – usada como termômetro para medir as distorções causadas pela estratégia de Substituição de Importações. Os resultados empíricos apresentados suportam a idéia de que economias fortemente “voltadas para dentro” tiveram performance bem inferior àquelas que perseguiram estratégias “voltadas para fora”. No relatório de 1989, o foco da análise ocorre no **setor financeiro**, condenando fortemente a intervenção governamental no mercado de crédito.

more effective intervention as a route to higher rates of economic development” (Fishlow 1994: 18-29).

De fato, no Relatório de 1991, havia sido admitido que, no contexto asiático, às intervenções do governo poderiam ter feito mais bem do que mal, mas as conclusões são (novamente) de que a tentativa de alocar recursos com mecanismos extra-mercados em geral falham no intuito de aumentar a performance econômica. Nesse sentido, as intervenções levadas a cabo na Ásia só teriam sido efetivas porque teriam sido feitas “na direção correta”, isto é, suprimindo as falhas de mercado. Em suma, a razão por trás do sucesso poderia ser encontrada na adoção de uma postura *market-friendly* para a condução dos negócios. A condenação às práticas adotadas para desenvolver a América Latina continua rigorosamente a mesma.

Já no Relatório de 1993, consta que, no que se refere às experiências bem sucedidas asiáticas (agrupadas como “High Performing Asian Economies” – HPAE – incluindo Hong Kong, a República da Coreia, Singapura, Taiwan, China, Indonésia, Malásia e Tailândia), a promoção de políticas *market friendly* são, na realidade, insuficientes para explicar, na sua totalidade, o sucesso obtido:

“In large measure the HPAE achieved high growth by getting the basics right But these fundamental policies do not tell the entire story. In most of these economies, in one form or another, **the government intervened systematically and through multiple channels – to foster development, and in some cases the development of specific industries.** Policy interventions took many forms: targeting and subsidizing credit to selected industries, keeping deposit rates low and maintaining ceilings on borrowing rates to increase profits and retained earnings, protecting domestic import substitutes, subsidizing declining industries, establishing and financially supporting government banks, making public investments in applied research, establishing firm-and industry-specific export targets, developing export marketing institutions, and sharing information widely between public and private sectors. Some industries were promoted, while others no.” World Bank, 1993, pp. 5-6, grifo nosso.

O Relatório de 1993 reconhece, portanto, que (nas experiências asiáticas, mas somente nelas, insistimos) a construção de bases institucionais para o crescimento, criando um meio propício a negócios (*business-friendly environment*) e o uso deliberado de Conselhos foram peças fundamentais para atingir o crescimento. Mas, se é verdade que o Banco se torna mais flexível nesses aspectos, também é verdade que o mesmo longe está de abandonar os princípios mais gerais sempre defendidos: a superioridade da livre-concorrência, a importância de um mercado de trabalho desregulamentado, a defesa da necessidade de liberar

o Mercado de Capitais (para uma melhor alocação dos recursos financeiros), os argumentos a favor da conveniência da abertura para a aquisição de tecnologia estrangeira etc. Continuam a ser considerados vitais para o sucesso em atingir o desenvolvimento a prioridade dada às exportações (dadas as externalidades associadas), o capital humano e o incentivo à poupança para a acumulação de capital etc.

Embora o referido relatório reconheça os efeitos positivos da intervenção estatal nos HPAAE, o Banco não recomenda que o modelo asiático seja seguido por outros países: “... the fact that interventions were an element of some East Asian economies’ success does not mean that they should be attempted everywhere, nor should it be taken as an excuse to postpone needed market-oriented reform.” (World Bank, 1993, p. 26). No que se refere especificamente à questão do financiamento do crescimento nas experiências asiáticas, o mesmo enfatiza o processo de liberalização financeira ocorrido a partir dos anos 1980 nestes países – em particular na Coreia – como chave para o sucesso em alcançar o desenvolvimento. Ainda que mencionem os subsídios de crédito praticados no país, as conclusões enfatizam o processo de liberalização financeira.

- Crítica à dicotomia modelo orientado para dentro versus modelo orientado para fora – a ênfase no Estado dada pelos “asianistas”¹⁶⁰

Ao que tudo indica, a revisão feita no Relatório de 1993 do Banco Mundial acima resumida foi influenciada por uma nova literatura que emerge nos anos 1980, reafirmando o Estado como agente do desenvolvimento. Basicamente, essa literatura revive velhos princípios do desenvolvimentismo, envoltos em um novo aparato metodológico, e se baseia em estudos de caso de países asiáticos que lograram ascender na hierarquia de países subdesenvolvidos para países desenvolvidos.

A tese central desta contra-crítica, que pode ser classificada genericamente como “institucionalista”, é que o processo de desenvolvimento tardio (*late-late development*) deve ser entendido à luz do papel fundamental jogado pelo Estado. Indo diretamente contra a idéia de que o sucesso asiático deveria ser creditado à adoção de uma orientação pró-mercado, argumenta-se que muitas das experiências do Sudeste Asiático diferem da norma capitalista ou socialista, constituindo um novo modelo a que os autores se referem como Liderados pelo Estado (*State-Led*):

¹⁶⁰ Existem pelo menos outros dois grupos de interpretações sobre o sucesso asiático: a perspectiva culturalista e os chamados “World-Systems Studies”. Para uma resenha dessas abordagens, ver Billoti, 1997.

“The economies of Taiwan and South Korea are guided market economies ... The means of production are mostly privately owned, and profits are mostly privately appropriated. In these ways Taiwan and South Korea are fundamentally different from the economies of most socialist countries. On the other hand, they are also very different from most Western economies ... [both] constrain market rationality by the priorities of industrialization. Industrialization per se has been the main aim, not considerations of maximizing profitability based on current comparative advantage. For this purpose, the governments have intervened aggressively in (parts of) market to bring about specific allocative effects – in addition to measures designed to safeguard the self-regulating parts of the market”. (White and Wade, 1988, pp. 5-6)

O mais conhecido trabalho sobre o processo de *catching-up* é possivelmente o de Alice Amsden (1989). Para a autora, o sucesso coreano em atingir o desenvolvimento deve ser creditado a sua habilidade em reproduzir e adaptar tecnologias internacionais às condições legais. Os Chaêbols são a espinha dorsal do modelo coreano de desenvolvimento, mas o Estado também assume um papel fundamental.

Amsden (1989) defende que, ao contrário do argumento neoclássico usual, colocar os “preços errados” (*having the prices wrong*), ou seja, conceder subsídio de crédito, implementar controles de preços, promover investimento direto e proteger o comércio foram instrumentos fundamentais através dos quais a Coreia alcançou o rápido crescimento. O Estado Coreano teria liderado o processo de industrialização promovendo planos de desenvolvimento de longo prazo para desenvolver a produção e o mercado doméstico e, em particular, para desenvolver o setor exportador – motor do crescimento: “The allocation of subsidies has rendered the government not merely a banker, as Gerchenkron (1962) conceived it, but an entrepreneur, using the subsidy to decide what, when and how much to produce” (idem, p. 143).

Apesar de o uso de subsídios e outras formas de intervenção Estatal para promover a indústria serem vistos como algo essencial, mais importante teria sido (na visão da autora) a cobrança exercida sobre as firmas, isto é, a exigência de performance em troca do apoio governamental – é nisto que a Coreia seria essencialmente diferente da América Latina. Na sua percepção, a maior razão para o sucesso coreano (e a falha de outros países) foi:: “[the] discipline that State exercises over private firms ... [through] penalizing poor performers; and rewarding only good ones.” (Amsden, A, 1989, p.p. 14-15). Em outras palavras, na Coreia o

processo de subsidiar teria sido qualitativamente superior, por causa da reciprocidade criada entre governo e firmas.¹⁶¹

A tese de Amsden, na realidade, partilha com outros autores institucionalistas o conceito de “developmental states” como um elemento chave para melhor entender os acontecimentos e transformações vividas pela Coreia e enfatiza a idéia de *catch-up* como estratégia de industrialização. Ao invés da usual dicotomia *inward versus outward orientation*, a autora parte do *insight* Gershenkroniano (em certa medida já presente em Marx, onde as “nações atrasadas vêm nas adiantadas a imagem de seu futuro”) de que a industrialização tardia é um processo distinto, na sua essência, daquele verificado pelos “pioneiros da industrialização”. Leia-se: a Revolução Industrial levada a cabo pela Inglaterra e pelos EUA é um processo que requer muito maior esforço e se dá de forma muito mais lenta do que a industrialização dos *late-commers* (em Gershenkron a experiência Alemã é explorada em profundidade). A idéia central é de que existe a possibilidade de promover um “salto” no desenvolvimento (*catch up*); existem vantagens dadas pelo próprio atraso. Para promover o emparelhamento em relação ao mundo desenvolvido em um curto espaço de tempo, porém, são necessárias instituições fortes e, freqüentemente, uma forte atuação do Estado.

No trabalho de Amsden (1989), o excepcional desempenho coreano (um caso de país *late-late-commer*) deveria ser atribuído (e não “apesar de”) à alta intervenção estatal, à forte ênfase do planejamento, através dos planos quinquenais, à forte tradição meritocrática do serviço público (em parte atribuída ao código confuciano), ao elevado militarismo, que cobrava de forma intensiva a eficiência das empresas, mas também à existência de abundante mão-de-obra barata. Nesse contexto, a experiência coreana é melhor compreendida quando se admite a forte influência do modelo japonês de desenvolvimento, baseado em grandes conglomerados (*Chaêbols*, a semelhança dos *Zaibatsus* japoneses). Os *Chaêbols* ao invés de levarem ao *rent seeking* e à estagnação teriam permitido a acumulação de capital e alto crescimento do país até a década de 1980.

Amsden não está sozinha, nem tampouco foi a primeira autora a se enveredar por essa linha interpretativa. Recentemente, aliás, diversos estudos dentro da abordagem institucionalista foram publicados sobre as experiências de desenvolvimento no Sudeste Asiático. Quatro estudos, porém, continuam sendo considerados seminais: Johnson (1982), Amsden (1989), Wade (1990) e Evans (1995). Johnson (1982) concentra sua análise na

¹⁶¹ A comparação com outras experiências de desenvolvimento é elaborada em outros trabalhos da autora. Em particular, em Amsden 2001.

experiência japonesa, sem maiores generalizações. Amsden (1989) examina experiência coreana, enquanto Wade (1990) debruça-se sobre o caso de Taiwan. Evans analisa as experiências asiáticas como um todo comparando-as freqüentemente com as experiências latino-americanas. No Box abaixo, revemos de forma muito sintética (diria simplista – por isso qualificamos de “contribuições em uma pílula”) as principais idéias de Johnson, Amsden, Wade e Evans. Ultrapassa o escopo dessa tese examinar de forma mais detalhada as contribuições feitas na literatura pelos autores “asianistas” ou “institucionalistas”. Optamos aqui apenas por prover um muito breve resumo de suas maiores contribuições, replicando o que fizemos ao analisar os argumentos do Banco Mundial. No que segue, nos posicionamos no debate evocando alguns trabalhos que nos parecem muito ricos e são pouco conhecidos.

Box VI

A Abordagem Institucionalista: as principais contribuições de Johnson (1982), Wade (1990) e Evans (1995), em uma pílula

O trabalho seminal de Johnson (1982) defende a idéia de que existem dois modelos de intervenção estatal na industrialização: 1) “regulatory state”, exemplificado pelos Estados Unidos, onde o Estado previne contra monopólios, assegura a proteção dos consumidores e deixa o desenvolvimento legado às livres forças do mercado; e 2) *Development State*, modelo que o autor explora usando o Japão como um estudo de caso. O principal aspecto deste modelo, é que o governo atribui a si o objetivo do desenvolvimento criando um consenso nacional em torno do objetivo maior de crescimento econômico, o que, por sua vez, legitima a intervenção estatal. O segundo elemento crucial no modelo *Development State* é que o Estado cria uma poderosa e talentosa burocracia – burocracia insulada no sentido Weberiano. No caso japonês descrito pelo autor, o *Ministry of International Trade and Industry* (MITI) é a mais importante instituição através da qual o governo preserva sua independência das forças políticas e dos diferentes grupos de interesse que pressionam o Estado. Assim, os políticos “reinam, mas não governam”, deixando à burocracia estatal a tarefa de planejar e direcionar o crescimento econômico.

Seguindo os passos de Johnson, Amsden argumenta que existiram dois importantes instrumentos usados pelo governo para promover a industrialização coreana: 1) elevado grau de autonomia da burocracia, similar ao ocorrido no exemplo japonês; 2) o processo de aprendizado (*learning*). Ao invés de procurar gerar inovações Schumpeterianas, a Coreia teria obtido sucesso em alcançar o crescimento econômico comprando e adaptando as tecnologias disponíveis nos países desenvolvidos, num típico processo de *catching-up*. O interessante casamento entre os conglomerados Chaebols e o Estado desenvolvimentista é explorado em seu livro, assim como as condições que tornaram possível o rápido crescimento da produtividade.

De forma semelhante, Wade (1990) propõe que o sucesso de Taiwan no pós-guerra pode ser compreendido à luz de uma estratégia de “governar o mercado” (literalmente: *governing the market*). A idéia principal é de que o governo guia o mercado na direção da industrialização, produzindo resultados que não seriam alcançados pelas livres forças do mercado. Entretanto, diferente de Amsden (1989), Wade enfatiza áreas em que a estratégia de Taiwan se adapta às teorias de livre-mercado. O autor chama atenção para a relação entre a intervenção estatal e crescimento e os fundamentos políticos do desenvolvimento econômico – mas delimita áreas onde o mercado teria atuado de forma importante. Ele chama atenção para a relevância do autoritarismo e da estrutura política coesa de Taiwan para insular o processo de decisão (pró-industrialização) do Estado no caso de Taiwan.

(*Continua*)

Box VI

A Abordagem Institucionalista: as principais contribuições de Johnson (1982), Wade (1990) e Evans (1995), em uma pílula (Continuação)

Por fim, Evans (1995) tenta estabelecer uma dicotomia entre “Estados predatórios” e “Estados Desenvolvimentistas” (*Predatory States versus Developmental States*). Seguindo um approach Weberiano (e também muito influenciado por Gerschenkron, 1964, e por Hirschman, 1958), o autor argumenta que o Estado interventor foi um pré-requisito para as experiências de desenvolvimento tardio no sudeste asiático. Sua análise é talvez a mais institucionalista, no sentido em que explora com maior intensidade os arranjos institucionais sobre os quais o Estado e a sociedade cooperam para estabelecer vantagens comparativas para um emergente setor industrial. Ele introduz o conceito de *embedded autonomy*, onde o Estado é insulado, mas, ao mesmo tempo, permanece conectado à sociedade; ele defende que, tanto no caso da Coreia como de Taiwan (e em contraposição às experiências latino-americanas), uma burocracia weberiana (recrutada meritocraticamente) desenvolveu: “a concrete set of connections that link the state intimately and aggressively to particular social groups with whom the state shares a joint project of transformation” (See Evans, 1995, pp. 54-59).

Seção III: Uma visão alternativa

Como buscamos mostrar na seção anterior, as análises comparativas entre os modelos asiáticos e latino-americanos tendem a se concentrar na leitura feita pelo Banco Mundial, mesmo que na sua, digamos, versão mais branda dos anos 1990. Interpretações críticas, como as acima caracterizadas como “institucionalistas” (ou “asianistas”) são propostas apenas para o caso asiático – condenando o tipo de intervenção governamental verificado na América Latina, por exemplo, por não exigir performance das empresas ou por possuir um Estado “predatório”.

Nesta seção, como prometido, pretendemos nos posicionar nesse debate investigando os casos brasileiro e coreano no período 1950-1980. Para isso, inspiramo-nos basicamente em dois trabalhos: Woo, J. (1991) e Castro, A. (1994). Cada uma das afirmações aqui feitas poderia/deveria ser argumentada com muito maior rigor e investigação empírica, mas isso requereria não um, mas diversos artigos. Optamos assim por apenas listarmos uma série de argumentos – e explorarmos de forma mais profunda os relativos ao financiamento do desenvolvimento, na próxima seção.

Começemos pelas discordâncias à tese do Banco Mundial. Em primeiro lugar, como adiantado na Seção I, durante o período 1954-1980 o Brasil cresceu, em média, 7,6% ao ano ao passo que a Coreia 6,8% . Logo, tratar o modelo coreano de desenvolvimento como um

“caso de sucesso” e o do Brasil como um “caso de fracasso” tomando por base a crise a partir dos anos 1980 em nosso país nos parece absolutamente inadequado. Antes de tudo, seria preciso “controlar” a análise (para fazer uma alusão às técnicas econométricas de investigação). Isto é, fazer uma rigorosa análise dos impactos da segunda crise do Petróleo e do choque de juros dos anos 1980 nos dois países como fatores explicativos das diferenças posteriores nas taxas de crescimento, partindo do reconhecimento de que a economia brasileira era altamente indexada e que, portanto, a problemática de choques exógenos sobre a inflação é muito mais complexa do que a verificada no caso coreano.

Parece-nos, inclusive, que, após ter aparentemente recuperado o vigor do crescimento em 1984/85, o Brasil se verá aprisionado (e essa situação vai perdurar até 1994, com o Plano Real) à problemática da desindexação da economia – sendo o crescimento deixado absolutamente em segundo plano. Deste ponto de vista, a análise de Tavares (1972) não nos parece ter se equivocado apenas em relação à periodização. Isto é, discordamos da releitura (feita por alguns autores) de que o esgotamento do modelo de desenvolvimento brasileiro tenha sim ocorrido por limitações internas do mesmo, mas apenas em 1980, ao invés de ao início dos anos 1960, como previra a autora. A crise dos anos 1980 está para nós mais associada ao esgotamento de um modelo de crescimento (*catch up*) com indexação de preços – e não a problemas derivados de insuficiência de escala ou de distribuição de renda (embora este seja um problema que precisasse ser resolvido, por questões de justiça social).¹⁶² Além disso, no nosso parecer, o papel jogado pelo BNDE e pelo Banco do Brasil para o financiamento da indústria é muito mais relevante do que o colocado na interpretação da Substituição de Importação, como exploraremos na Seção IV.

Por fim, ainda quanto ao trabalho de Tavares, discordamos da tese de que a correção monetária fosse um fator que contribuísse negativamente para o financiamento, na medida em que tornava o auto-financiamento via poupança forçada mais difícil (a lógica é que em uma economia indexada o aumento da taxa de lucro via corrosão do salário real torna-se mais difícil, o que diminui a principal fonte de financiamento). Pelo contrário, no nosso parecer, a correção monetária foi uma instituição fundamental para equacionar o financiamento na medida em que tornou a inflação previsível – condição para a contratação a médio e longo prazo. Ou seja, a introdução da correção monetária em 1964 não teria sido um motivo para o esgotamento do modelo de crescimento, mas sim um dos fatores (ao reduzir a incerteza) que viabilizou, em última análise, a retomada da industrialização do país (ao permitir o

¹⁶² Cabe observar que entre 1960-1980 o decil mais pobre da população brasileira teve significativos ganhos nas suas rendas absolutas – a renda subiu 92% (citado em Castro, A., 1994).

financiamento do investimento e do consumo) durante um determinado período – embora tenha deixado de ser administrável e tenha se tornado o maior problema da economia brasileira a partir de 1980, após os choques do petróleo e dos juros.

Neste sentido, o modelo brasileiro de crescimento/desenvolvimento teria funcionado enquanto a inflação foi administrável, isto é, antes do segundo choque do petróleo, do choque dos juros e também do encurtamento do período de reajuste dos salários, em 1979.¹⁶³

A questão, entretanto, de o porquê do esgotamento do modelo brasileiro de crescimento (e continuidade do modelo coreano) vai muito além do intuito deste artigo. Aqui estamos buscando entender o sucesso no período 1950-1980 – e não o posterior fracasso brasileiro (concomitante a manutenção do sucesso coreano). Ou seja, estamos nos restringindo a um período específico (que não pode ser tampouco considerado curto prazo já que envolve quase 30 anos de história) quando, do ponto de vista do crescimento, os dois modelos foram bem sucedidos; em termos de estabilidade dos preços, nenhum dos dois obteve grande sucesso (sendo o caso brasileiro mais grave, obviamente); e, em termos de equidade, as diferenças são marcantes. Entretanto, no que se refere a este último ponto, como advertido, os dois países partiram de posições muito distintas. O menor investimento em educação no Brasil não implicou (dado possivelmente a prevalência de um paradigma tecnológico pouco exigente em educação formal) um menor crescimento econômico. Mas voltemos às críticas a tese do Banco Mundial.

A dicotomia modelo orientado para fora versus modelo orientado para dentro aplicada aos casos brasileiro e coreano nos parece também inadequada já que ambos os países praticaram tanto incentivos à exportação quanto a importação, como já argumentado – e como, aliás, o próprio Banco Mundial reconhece, sem dar, todavia, ênfase. Evidentemente, existem diferenças em termos de grau de políticas que são, sim, justificáveis pelo tamanho do mercado interno dos dois países (não se trata aqui de negar todo e qualquer aspecto da tese).

¹⁶³ Castro atribui a queda do Ministro Simonsen ao fato deste ter defendido a necessidade de um ajuste na economia frente ao novo choque do petróleo – o que implicaria em menores taxas de crescimento (Simonsen, assim como outros antes dele teria sido “ejetado do poder” na medida em que contrariara a “convensão do crescimento” nesta interpretação). Outro fator que deve ter pesado para o pedido de demissão do Ministro pode ter sido a pressão por mudança nas regras de indexação salarial. Em agosto de 1979 o Ministro Simonsen foi substituído pelo Ministro Delfim Netto. A Lei 6708 foi aprovada pouco depois, em novembro de 1979, alterando a periodicidade da indexação de anual para semestral, além de introduzir diferenças por faixas de renda. Simonsen, com tantos trabalhos publicados sobre a indexação salarial e o responsável em grande medida pela “fórmula salarial do PAEG” advertira à época que esta decisão levaria à duplicação da taxa de inflação (Para fórmula salarial ver Simonsen, 1974, cap.V.). De fato, somados, os choques dos juros, petróleo e o problema da indexação salarial fizeram com que a inflação saltasse de um patamar em torno de 40% ao mês durante o II PND para mais de 100% de inflação em 1981. Ver Simonsen, 1995 para uma discussão sobre Indexação no Brasil e Simonsen, 1970 para uma discussão mais profunda das teorias de inflação.

Para nós, a leitura de que a industrialização brasileira e coreana estão baseadas, respectivamente, no modelo de substituição de importação e na orientação voltada para exportações é equivocada em sua essência. Isto porque inexiste nessa interpretação lugar para a política, entendida como opção maior pelo emparelhamento ou *catch up*: “trata-se de uma visão largamente mecanicista” (Castro, A. em entrevista a Lima, Marco, junho de 2006).¹⁶⁴

Não há lugar nesta interpretação (e aqui concordamos integralmente com as críticas dos “asianistas”) para instituições, convenções, nem para atores singulares, tais como os Presidentes Sygman Rhee e Park Hee, para os Chaelbols ou o Korean Development Bank, no caso coreano; ou para os Presidentes Vargas, JK e Geisel ou para o BNDE, BB, no caso brasileiro – apenas para citar os exemplos mais evidentes. Instituições e atores, política interna e contexto internacional (sobretudo para o caso coreano) foram elementos fundamentais, a nosso ver, na industrialização nos dois países – e aqui tomaremos carona nas duas referências de Woo (1991) e Castro (1994), aplicadas respectivamente ao caso coreano e brasileiro.

Por outro lado, se concordamos com a leitura “asianista” (ou “institucionalista”) da importância do Estado e das instituições para explicar o sucesso do modelo coreano, discordamos do tratamento relegado genericamente aos países latino-americanos. Também no Brasil certas instituições peculiares e o Estado foram fundamentais para o *catch up*, como iremos explorar a partir de Castro (1994). E não é tampouco verdade que o Brasil não exigisse performance de suas empresas. Não apenas existiriam programas como o Befiex, cujo apoio sob a forma de subsídios as exportações era condicionado a metas de exportação, como, sobretudo, as empresas que não pagassem seus empréstimos ao BNDE seriam punidas e não teriam novos créditos liberados – motivo, aliás, que explica por que a inadimplência no Banco historicamente é baixa: as empresas não podem se dar ao luxo de prescindir dos recursos do BNDE (Ver Monteiro Filha, 1994).

Por fim, no caso coreano, parece-nos que as condições da política internacional tiveram um papel muito relevante – mais relevante do que o geralmente atribuído nas análises aqui caracterizadas como “institucionalistas” ou “asianistas”.¹⁶⁵ Para nós, no caso coreano o contexto político internacional é altamente determinante – no brasileiro, bem menos.

¹⁶⁴ Esse ponto mais geral sobre a interpretação da estratégia de Substituição de Importações foi feito por Antonio Barros de Castro em entrevista para Marco Antonio Lima em entrevista a Antonio Barros de Castro, junho de 2006 – agradecemos a cessão do material.

¹⁶⁵ Entretanto, não compartilhamos de uma leitura à la “World-Systems Studies”, onde o contexto da política internacional sempre prevalece. Para um sumário desta visão ver Billoti (1997).

- O caso coreano

Vimos na seção anterior que, de maneira geral (e não apenas entre defensores das teses do Banco Mundial), os autores têm dificuldade em lidar com a “fase” de substituição de importações coreana. Alguns deles afirmam que esta se exauriu ao final dos anos 1950; outros enfatizam que, enquanto ela existiu, falhou em promover o desenvolvimento. Há, porém, algumas vozes dissonantes. Woo (1991), por exemplo, argumenta que Rhee encontrou seu espaço de manobra nas contradições inerentes à política americana, jogando as forças políticas umas contra as outras.

A autora argumenta que, de acordo com o modelo de desenvolvimento em voga nos anos 1950 (o modelo defendido pelos EUA), a solução estaria em deixar a economia coreana ao sabor das livres forças do mercado. A lógica da recuperação regional colocava o Japão no centro do comércio internacional e como o bastião da política Americana no Sudeste Asiático. Como a Coreia possuía pouco ou nenhum valor econômico para os EUA, o país se via designado a ser um mero mercado para os produtos japoneses, com comércio aberto. Ou seja, no desenho do jogo político internacional dos anos 1950, a Coreia estava predeterminada a ser um Estado dependente. E, de fato, entre o final dos anos 1940 e o início dos anos 1950, o país teria se mostrado hiper-leal ao poder americano hegemônico. Esta pré-disposição de subserviência, porém, foi mudando com o passar do tempo:

“But once the Korean War was over, with the United States unequivocally committed in Korea, Rhee switched from obsequiousness to recalcitrance ... He disliked the very idea of a stable economy and maximum exploitation of its presumed comparative advantage. Instead, he insisted to make of Korea an overnight Japan. In one sense, he had to make the most of the aid money while it was available, but there was something else: defensiveness vis-à-vis Japan, or more especially, American plans for Japan. ‘Comparative advantage’ here meant linking a subordinate Korean economy to the revival of Japan. **The existing literature is conspicuously silent on this aspect** (it is quite possible the literature has not understood the relationship), but it is in this hitherto unstudied real that we find the logic for the Korean variant of ISI.” Woo, J, 1991, pp. 52-53, grifo nosso.

O argumento da autora é de que a escolha pela estratégia de SI nos anos 1950 foi muito mais **política do que econômica** – e seu argumento é convincente. Não se trata aqui de negar que o que Anne Krueger chamaria da “política econômica de uma sociedade rent-seeking” não tenha jamais existido, em algum grau. Nem tampouco é o caso de negar que a prática do Estado coreano no período tenha produzido algumas práticas deletérias ou

distorções alocativas; nem, por fim, negligenciar que tenha ocorrido alguma corrupção. O ponto aqui é chamar atenção para a existência de uma racionalidade na opção pela SI – é achar “a method to his madness”, na expressão da própria Woo.

É importante observar, prossegue a autora, que no caso coreano inexistia uma base ideológica mais consolidada e/ou intelectuais como Raul Prebisch na América Latina (ou Celso Furtado e Maria da Conceição Tavares, no caso brasileiro) que pudessem racionalizar a SI como via para a industrialização. A Coreia jamais teve quem defendesse o modelo. Não apenas inexistia uma “proposta alternativa” em cena, como os conselheiros econômicos das Agências de Ajuda Externa eram absolutamente avessos à lógica da SI. Assim: “ISI practice in Korea happened, without theory” (ibidem).

Concordando com Woo, consideramos que a estratégia de SI foi, em grande medida, uma forma de resistir à dominação regional japonesa; uma forma de manter o antigo inimigo longe, sabotando os esforços americanos de coordenar a política de reconstrução, através da reciclagem dos recursos de ajuda destinados a remodelar a economia política regional do Sudeste Asiático. Não se pretende aqui afirmar que essa seria a única razão para a SI, como o que Woo concordaria, mas uma forte razão: “with the same dollar, it makes infinitely more sense to build Korea industries than to purchase Japanese goods” (p.54). Como a Coreia estava em ruínas em 1953, a agenda econômica era de sobrevivência e reparo dos estragos da Guerra. Isso explica a ausência de um programa bem definido de desenvolvimento, como mencionaram Alam, Cole e Lyman, na passagem citada na seção anterior. Talvez a construção do milagre coreano não estivesse nem na agenda, nem nas aspirações dos anos 1950.

Sendo beneficiários do *Mutual Security Act*, a seguridade interna e externa tinha precedência sobre a questão do desenvolvimento econômico *per se* ou mesmo sobre a descentralização política. Assim, a maior conquista de Rhee (e também de Vargas I, no caso Brasileiro, como já sugerido) tenha sido sua contribuição para o processo de **construção do Estado**.

Quando se passa para os anos 1960, a priorização das exportações se dá pela consciência de que é preciso se tornar independente da Ajuda Externa Americana. Entretanto, a esta época, o objetivo do crescimento e do desenvolvimento já existe por si só – o desenvolvimento é, agora, um fim em si mesmo. A ameaça externa continua em grande medida, já que a Coreia está cercada de potenciais inimigos de todos os lados. Nesse sentido, o objetivo de se afirmar como nação persiste, mas agora a questão maior é (insistimos)

arrumar divisas para manter o crescimento – daí a ênfase colocada na evolução do Balanço de Pagamentos em todos os Planos de Desenvolvimento a partir dos anos 1960 (ver Capítulo II).

Existia por parte do governo a forte consciência de que, para continuar crescendo a taxas significativas, era preciso importar. E, para uma economia pobre em recursos naturais como a coreana, a industrialização é a única forma de obter as divisas necessárias, inclusive para importar alimentos – um importante item na pauta nos anos 1960 e início dos anos 1970. Paira sobre a economia a ameaça de que os recursos americanos se esgotem e de que a Ajuda Americana e os empréstimos externos em condições favorecidas deixem de vir.

Na Coréia do pós-Guerra, a importância de se tornar independente, “auto-suficiente”, independente dos recursos externos (que a rigor continuaram a vir, seja sob a forma de ajuda seja sob forma de empréstimos – ver Capítulo II) permaneceu durante todo o nosso período de análise: de 1950 a 1980. Mesmo ao lançar o Quarto Plano de Desenvolvimento, em 1976, o Presidente Hee afirmaria:

“It is a pleasure, on this occasion, to express my profound satisfaction with the progress we have made, and my pride in the strength of the commitment which the Korean people have made to the cause of economic growth and national development. The achievements of the past fifteen years give us firm confidence that, under this Fourth Plan, we will approach still closer **to our goals of balanced and self-sustained national economic development, a significant and stable position in the international community**, and the fullest possible social and material well-being of our nation’s citizens.” (President Park Chung Hee’s, The Fourth Five-Year Economic Development Plan, December, 1976, grifo nosso).

Cabe aqui ressaltar que, apesar do sucesso em melhorar a infra-estrutura e a própria estrutura industrial coreana, a maioria dos autores considera que a Ajuda Externa Americana falhou em cumprir seus objetivos. Sobretudo quando se trata dos recursos recebidos ao longo da Primeira República (1945-60), existem muitas acusações da existência de corrupção e das oportunidades de ganhos ilícitos.¹⁶⁶ Polêmicas a parte sobre a magnitude da corrupção ou do destino final dos recursos, é senso comum considerar que a Ajuda falhou em um objetivo crucial: obter a estabilidade dos preços como pré-condição para o crescimento econômico.

De fato, a inflação coreana não foi substancialmente reduzida durante todo o período de análise. Por outro lado, a hiperinflação jamais se materializou, mesmo em plena Guerra

¹⁶⁶ “The magnitude of fraud is indicated by the size of the loans that the most favored firms received, ‘loans’ on which they paid neither interest nor principal ... total outstanding loans equaled about \$ 140 million (or about half of the average yearly grant aid in the 1950s)” (Amsden, A, 1989, p. 39).

Civil. Entre 1953-1955 e entre 1960-1962, o deflator do PB ficou, em média, em torno de 17% ao ano – apesar do orçamento fiscal desequilibrado e dos pesados empréstimos concedidos pelo Banco Central ao governo. A concessão de empréstimos em meio ao turbilhão inflacionário era, aliás, uma nova fonte de subsídios concedidos.¹⁶⁷

A rigor, a inflação foi, em parte, um resultado da própria orientação americana em favor da desvalorização. Os EUA forçaram uma maxi-desvalorização de 300% no imediato pós-Guerra coreana, outra em 1955, embora após este ano (e até 1960) nenhum outro ajuste no câmbio tenha sido implementado, antes do colapso do regime de Rhee (Cole and Lyman, 1971, p. 46). E não foi por falta de pressão. Os americanos continuaram a defender fortemente a necessidade de a Coreia fazer uma ampla desvalorização, mas a defesa dos “500 won por dólar” permaneceu na agenda nacional – e esta era mesmo fundamental para a redução de incertezas para empresas que se endividavam crescentemente.¹⁶⁸

A manutenção de uma taxa de câmbio sobrevalorizada foi, a bem dizer, um importante componente da estratégia de substituição de importações levada a cabo pelo Presidente Rhee e mesmo para a política de comércio exterior, praticada pelo Presidente Park Hee. O objetivo era aumentar o valor real dos dólares recebidos em troca do adiantamento de *won*, e de maximizar o volume de ajuda dos bens importados recebidos. Para os setores exportadores, a valorização do câmbio era mais do que compensada por subsídios fiscais, de crédito ou pela concessão de taxas de câmbio diferenciadas. De toda forma, manter constantes os custos de importar bens de capital e bens intermediários era uma forma de induzir o investimento produtivo. Além disso, durante os anos 1950 e início dos anos 1960, a estratégia deve ser compreendida em um contexto de exportação de bens primários como baixa elasticidade-preço. Ou seja, desvalorizar levaria a preços mais baixos sem que isso implicasse aumento nas receitas externas. Provavelmente, os resultados da desvalorização seriam, ao contrário, negativos, podendo piorar o Balanço de Pagamentos, considerando também a inelasticidade-preço das importações – e ainda traria maiores pressões inflacionárias.

¹⁶⁷ “... a man borrowing 400 million won in 1947 on three-year repayment terms would have seen the principal shrink down to a mere one-fourth in May of 1950, and if payment of principal and interest were rescheduled beyond initial maturity, say to 1954, the principal would have shrank to 54,000 won. If the loan were for factory construction through ICA project aid, profits would include lucrative exchange rate differentials; ICA would require of the prospective factory builder only some 15% to 20% of equity, which could be financed by borrowing a small sum from a commercial bank, and then putting it on collateral deposit in the Industrial Bank, in return of a much larger loan of long term and low interest. Such a loan would then be converted into U.S dollars through official exchange rates, to finance construction” Woo, J., 1991, p. 68.

¹⁶⁸ Além disso, as irrealistas taxas de câmbio tornavam mais difíceis medir o tamanho das importações em relação ao PIB.

Este temor em desvalorizar, aliás, ocorreu também no caso brasileiro, fazendo com que o país adotasse políticas que mexiam na estrutura de preços relativos (através de cotas e câmbio múltiplo) evitando, quando possível, a desvalorização. Passemos para essa análise.

- O caso brasileiro

Castro (1994) começa seu artigo observando que na literatura dos “late-commers” grande importância é dada a fatores externos que impulsionam a transformação de uma sociedade tradicional para uma sociedade industrial. Assim, por exemplo, a industrialização alemã teria tido como fonte propulsora o sentimento de rivalidade com a Inglaterra; e a industrialização japonesa, por sua vez, teria sido impulsionada pela invasão da esquadra americana, que “humilha as convicções e instituições do país”.¹⁶⁹ No Brasil, entretanto, o processo teria sido diferente.

À exceção da Grande Depressão dos anos 1930, não houve no Brasil grandes impactos causados por forças externas – e nenhuma força interna (tal como os *junkers* ou *samurais*) se mobilizou para sustentar o projeto de industrialização. Mas, se não há ameaça externa, existe, sim, a consciência do atraso como incentivo: “O Brasil olha para o lado e vê a Argentina; para cima e vê os Estados Unidos”. Sem a ameaça externa e sem instituições fortes, o Brasil resolve autonomamente promover o “salto” (*catch up*) para a industrialização, simplesmente porque percebe que aqueles que não o fizeram “ficarão para trás, comerão a poeira da história” (idem).

O processo de industrialização brasileiro, portanto, compartilha com outras experiências late-commers, a idéia de que é possível dar um “salto”, passar, em um curto espaço de tempo, de uma nação agrícola pouco desenvolvida, para uma economia moderna. Há também a consciência de que esse processo deve ser “orquestrado” ou “liderado” pelo Estado (*State-Led*), já que inexistem empresários que estejam dispostos a enfrentar tamanhos riscos, sem nenhuma garantia. A diferença em relação a outros países de industrialização tardia é que, sem a existência da ameaça externa (como na Coreia) e sem a presença de instituições fortes (como as Japonesas), o Brasil terá de as criar, como substitutos Gershenkronianos. Mas, na medida em que o governo atua no sentido de garantir (haja o que houver, seja o que vier) o crescimento econômico, cria-se um ambiente propício às profecias auto-cumpridas:

¹⁶⁹ Castro, A. em entrevista a Marco Antonio Lima, junho de 2006.

“In other words, each firm would try to occupy a position in a larger structure whose future existence was taken for granted. Furthermore, once economic agents had effectively adjusted their position in accordance with the expected outcome, subsequent experiences justified and reinforced the original decision” (Castro, 1994).

De acordo com o autor, há duas instituições fundamentais criadas pelo governo brasileiro: o que chama de “convenção do crescimento” e a “convenção da estabilidade”.¹⁷⁰ A primeira implica não apenas acreditar que este é “o país do futuro” ou que estamos “destinados a crescer”, mas também a recusar de forma veemente qualquer orientação (por exemplo, do FMI) da necessidade de desacelerar o crescimento ou mesmo retirar do poder quem quer que argumente nesta direção.

De fato, seja no Plano de Estabilização Monetária de JK (1959), seja no Plano Trienal de Jango (1963) ou Mesmo no PAEG (Plano de Ação Estratégica do Governo, 1964-1967) o combate à inflação sempre foi condicionado ao não comprometimento do crescimento. As (modestas) tentativas de combate à inflação são definidas sempre de forma “gradualista” (Simonsen, 1974, cap. V) para desespero do FMI.¹⁷¹

No Milagre, a inflação é vista, sim, como problemática, mas acredita-se que o próprio crescimento econômico (ao ganhar escala e reduzir custos) ajudaria a moderá-la. O “purgatório recessivo”, que na prática (mas não no discurso) o PAEG experimentara, é visto como desnecessário. Ao final dos anos 1960, na medida em que o crescimento se acelera, quando as metas de crescimento são sistematicamente ultrapassadas, o governo se torna o maior entusiasta da idéia de que a inflação não é em si um problema, nem precisa ser combatida: “Nós não vamos sacrificar o objetivo do desenvolvimento econômico apenas para ficar na História como o homem que acabou a inflação a ‘ferro e fogo’, nós conseguimos reduzir praticamente os males da inflação antes de termos reduzido a inflação definitivamente”. (Delfim Netto, citado em Giambiagi, 1988)

Esta idéia da inflação administrável corresponde exatamente ao que Castro chama de “convenção da estabilidade”, feita através da criação da correção monetária, onde se buscava estabilizar a taxa de inflação e não os preços (Castro, *idem*). O princípio da correção

¹⁷⁰ A “Convenção da Estabilidade” de Castro encontra-se desenvolvida em Erber, F. (2004).

¹⁷¹ Simonsen desenvolve um modelo onde existe um componente de inflação de demanda (gt) que reflete a existência (em caso de gt ser maior do que zero) de um excesso de demanda na economia. Quando o produto cresce à taxa potencial com inflação mínima (dada por pressões de custo), $gt = 0$. Uma política gradualista é aquela que busca combater a inflação sem apelar para o componente de demanda, fazendo $gt = 0$. Entretanto, dada a existência de inércia inflacionária, a queda da inflação se dá de forma muito lenta – daí o nome gradualismo. O PAEG é particularmente interessante quanto busca conciliar máximo crescimento e estabilidade de preços. Ver item “Além da ortodoxia simplista” em “Estabilização e Reforma (1965-1967)” em Abreu, 1990.

monetária generalizada parte da idéia de que enquanto a inflação permanece estável, não é problemática – ponto, aliás, defendido à época por célebres economistas, em particular por Milton Friedman.

Embebido dessas duas convenções (crescimento e estabilidade), o Brasil, no curso da industrialização, não fará, em nenhum momento, um retorno às atividades que sejam consideradas “vocações naturais” (ou vantagens comparativas). A convicção de que o crescimento “é nosso destino” é tão forte que os interesses regionais das elites agrárias encontram pouca receptividade. Quando advém o primeiro choque do Petróleo, novamente, a decisão é por não parar o crescimento. Inicia-se a “marcha forçada”.¹⁷²

A industrialização promovida no Brasil teria seguido um padrão de *catch up*, como outras experiências tardias de desenvolvimento – o que, para o autor, é essencialmente distinta da tese da industrialização via substituição de importações. Nesta “O Estado está presente por acidente e a análise do Balanço de Pagamentos determina qual é o próximo produto a ser substituído”.¹⁷³ A idéia de que a dinâmica do Balanço de Pagamentos é quem dita a dinâmica do crescimento é considerada uma construção ardilosa, mas útil na medida em que despolitiza o debate.¹⁷⁴ Na tese da industrialização por *catch up*, ao contrário, o Estado está no centro do processo.

Concordando com Castro (1994) e com Woo (1991), tanto nos casos coreano como no brasileiro, o Estado liderou o processo de industrialização – sendo um elemento central nesse processo a problemática do financiamento do desenvolvimento. Vejamos.

Seção IV: Financiamento do Desenvolvimento – uma comparação Brasil – Coréia no período 1950-80

A comparação aqui proposta parte do pressuposto de que em economias de industrialização tardia (*Late Developing Countries* – LDCs – ver Seção V, Capítulo I) existam desafios comuns para o problema do financiamento. Dentre eles, o maior problema reside, certamente, no financiamento de longo prazo considerando a inexistência de um mercado de

¹⁷² Castro, A. e Souza, F. (1985).

¹⁷³ Castro, A. em entrevista a Lima, Marco, julho de 2006.

¹⁷⁴ “Imagine se algum país já se construiu na base da dinâmica do Balanço de Pagamentos. Um país se constrói por lutas de classe, posicionamento das elites, representantes regionais versus centrais ... Na tese da Substituição de Importações não há Estado, não tem conflito, não tem lucro” (idem).

capitais desenvolvido e a ausência de grande acumulação de capital, além do viés curto-prazista do crédito bancário.

Como vimos na Seção I deste artigo, historicamente, Coréia e Brasil eram duas economias primárias cujas necessidades de financiamento eram relativamente pequenas. O financiamento da produção não envolvia muito mais do que o pagamento dos salários e a terra consistia no principal ativo físico, que podia ser expandido pela simples incorporação de novos territórios (abundantes, sobretudo no caso brasileiro). A partir da intensificação da industrialização nos anos 1950, porém, tornou-se rapidamente evidente que o baixo desenvolvimento do sistema financeiro nacional (nos dois países) era um obstáculo à industrialização. Era inadequado, inclusive, para financiar o consumo de bens duráveis e para as necessidades de capital de giro das indústrias que estavam sendo instaladas.¹⁷⁵ Além disso, a emissão de ações era desencorajada pelo próprio tamanho diminuto dos mercados, pela ausência de bancos de investimento que estivessem dispostos a subscrever as emissões, pela estrutura familiar das empresas, e pelo próprio desvio de recursos na direção de bens duráveis e do mercado imobiliário dado pelo contexto de inflação crônica vigente nos dois países.

No caso coreano, logo após a ocupação americana do Pós-Guerra, os bancos japoneses foram transferidos para o Estado e teve início um lento processo de privatização do sistema financeiro, cujo fim ocorreu somente em 1957 (ver Capítulo II). Paradoxalmente, ao mesmo tempo em que (sob a influência americana) reformas “pró-mercado” eram implementadas, importantes bancos públicos iam sendo criados, tais como o *Korean Reconstruction Bank* em 1954 (depois rebatizado como *Korean Development Bank*, em 1969), além de diversos “bancos especiais”, que visavam atender a nichos de mercado, como, por exemplo, o *Agriculture Bank* (mais tarde transformado em *National Agricultural Cooperatives Federation – NACF*).

Tornou-se claro que o sistema bancário especializado que fora criado durante a dominação japonesa era insuficiente para as novas necessidades, já que se concentrava em créditos de curto prazo fornecidos pelos bancos comerciais. A única exceção era *Industrial Bank of Korea*, mas suas atividades de financiamento de longo prazo eram pequenas quando comparadas as suas atividades como instituição coletora de depósitos à vista. A solvência do sistema bancário como um todo era também precária. As instituições bancárias do imediato pós-guerra eram de pequeno porte e recorriam ao Banco da Coréia como Emprestador de Última Instância, com certa frequência. Percebendo essas limitações, o governo começou a

¹⁷⁵ Para o caso brasileiro, ver Studart, 1995, p. 81.

estabelecer tetos para os empréstimos bancários ao setor privado, começando a relação que caracterizaria o país nas décadas seguintes: a existência de fortes laços entre os bancos e o sistema empresarial (muito mais fortes do que no caso brasileiro, diga-se). A bem dizer, a integração entre bancos e os Chaêbols já era sintomática no governo de Sygman Rhee's (1945-60), mas irá se intensificar bastante no governo de Park Hee (até o final dos anos 1970), como veremos.

No caso Brasileiro, o panorama do sistema financeiro antes dos anos 1950 possuía as seguintes características: predominavam bancos comerciais que emprestavam somente a curto prazo; os mercados de títulos e de bolsa de valores possuíam dimensões irrisórias; o auto-financiamento (com conseqüências inflacionárias) era largamente utilizado; e o contexto de inflação crônica, sem mecanismos de indexação de contratos, transferia recursos para a especulação imobiliária, drenando fundos das atividades produtivas (Sochaczewski, 1980).

Ao longo dos anos 1940 e 1950, porém, ocorreu um duplo movimento: o Banco do Brasil (BB) passou a exercer, de forma gradual, maior controle sobre o setor bancário (sem deixar de atender aos bancos em dificuldades através da Carteira de Redescontos e da Caixa de Mobilização Bancária), ao mesmo tempo em que o sistema bancário se expandia.¹⁷⁶ A fim de fazer o controle da política monetária e cambial foi criada, em 1945, a Superintendência da Moeda e do Crédito (Ver anexo A). Conforme o país avançava na industrialização, o caráter multifuncional do BB tornava-se cada vez mais proeminente. Na medida em que este se consolidava como o principal banco comercial do país, crescia sua atuação como agente financeiro do Governo (o Governo controlava 50% do capital do Banco). Apesar dos controles exercidos por ele sobre os bancos comerciais, a inexistência de requerimentos mínimos de caixa permitia uma expansão significativa (sem limite pré-estabelecido) do crédito. Ainda nos anos 1950, foi criado o BNDE (em 1952), originalmente com o intuito de financiar projetos de infra-estrutura para solucionar os identificados “gargalos estruturais”, que inviabilizavam o crescimento econômico.

Ou seja, com o objetivo de serem funcionais ao processo de crescimento em curso, reconhecendo que a passagem de economias de base agrícola para economias de base

¹⁷⁶ Em contraste com o ocorrido em outros países, os bancos comerciais brasileiros resistiram bem à crise de 1929, amparados por políticas acomodatórias que buscavam reforçar a confiança no sistema bancário. Foi também (e somente) nos anos 1930 que ocorreu a consolidação de um sistema bancário nacional, em detrimento da participação dos bancos estrangeiros. A Caixa de Mobilização Bancária – CAMOB foi criada em 1932, introduzindo reservas obrigatórias mínimas e a obrigatoriedade de depósitos no BB de reservas excessivas de forma a financiar bancos com carteiras de baixa liquidez. A carteira de Redescontos do BB foi reativada em 1930. Atuando de forma complementar à Carteira de Redescontos do BB, a Caixa financiava as necessidades do Tesouro Nacional e do Departamento Nacional de Café. Ver Abreu, 1990, p. 81.

industrial e urbana possuía novas e maiores necessidades de financiamento (e sem um mercado de capitais desenvolvido), foram criados, na Coreia e no Brasil, bancos de desenvolvimento e outras instituições públicas ao longo dos anos 1950 fundamentais para o financiamento do desenvolvimento nas décadas seguintes.

Cabe aqui notar que até o início dos anos 1960, em ambos os casos, a condução da política monetária era particularmente difícil. Em primeiro lugar, em um contexto de elevada inflação e economia desindexada como a brasileira e a coreana, os títulos do governo possuíam freqüentemente rendimento negativo. Assim, o instrumento do *open market* era muito limitado, reduzindo em grande medida a eficácia da política monetária.¹⁷⁷

No que se refere ao instrumento do **redesconto**, a situação era um pouco distinta entre os países. **No Brasil**, o redesconto era visto como um sinalizador de más condições financeiras de forma que os bancos tudo faziam para evitar recorrer ao socorro de liquidez. Na prática, os pequenos bancos viviam nos limites do redesconto, enquanto os bancos de maior porte raramente recorriam. Já o **Banco Central Coreano** desenvolveu um vasto e complexo sistema de redesconto seletivo para promover a industrialização. Existiam “empréstimos elegíveis” cujo redesconto era mais barato para setores tais como setor químico, têxtil, máquinas, mineração e indústria de alimentos; “empréstimos não-elegíveis” destinados às atividades consideradas “não produtivas” (tais como serviços em geral, bens têxteis finais, cosméticos, móveis, bebidas, vendas de varejo etc.); e, por fim, aqueles elegíveis apenas após intrincados processos de negociação.¹⁷⁸ Mas essas categorias nem sempre eram cumpridas a risca. Ao contrário, o escopo das exceções era relativamente grande e freqüentemente motivo para reclamações por parte do governo americano (além de oposição de setores da sociedade coreana, que freqüentemente questionavam a política de alocação de crédito do governo).

No caso brasileiro, embora a seleção de crédito e a persuasão moral fossem utilizadas como instrumentos de política monetária, a forma mais freqüentemente utilizada para fazer o controle monetário era o estabelecimento de **reservas compulsórias**, que podiam ser estabelecidas com limites diferenciados de acordo, por exemplo, com a região do país.

¹⁷⁷ No caso brasileiro a pequena dimensão do mercado de títulos públicos está relacionada a criação de duas leis, em 1933: a Cláusula Ouro e a Lei da Usura. A primeira fora motivada como uma reação do Governo Vargas a um movimento de busca por indexação cambial que se seguiu à Grande depressão. A Cláusula Ouro proibia a estipulação de pagamentos em qualquer outra moeda que não fosse a corrente. A Lei da Usura, por sua vez, proibia o estabelecimento de juros nominais superiores a 12%. Juntas, as duas regras implicavam a impossibilidade do desenvolvimento de um mercado de títulos já que a inflação, sobretudo a partir dos anos 1950, permaneceria em patamares de 20%. Assim, os títulos federais só existiam devido ao seu caráter compulsório dado pelo governo, por exemplo, usados para pagar 20% das cambiais de exportação. Ver, por exemplo, Simonsen, 1970, cap. V e VI e Simonsen, 1995.

¹⁷⁸ Em um certo sentido também existia no Brasil algo semelhante. Isto porque através do Orçamento Monetário (1960-1980) o Banco Central financiava Agricultura, exportações etc.

Embora fosse um instrumento bastante utilizado, sua eficácia era muito questionável, já que o Banco do Brasil era, ao mesmo tempo, o depositário das reservas dos bancos comerciais e o maior banco comercial do país. Assim, o BB podia utilizar as reservas dos outros bancos comerciais para emprestar mais, utilizando-se de um mero artifício de crédito contábil em sua conta (de sorte que o multiplicador bancário era na prática ilimitado). A bem dizer, existiam limites para esse movimento, mas quaisquer “motivos de força maior” (seca no Nordeste, enchentes, aumento do funcionalismo etc.) eram suficientes para transpassá-los no Congresso (Ver Abreu, 1990, e Sochaczewski, 1980).

No caso coreano, ao invés do compulsório, a grande opção de política monetária até meados dos anos 1960 era o **controle seletivo do crédito** por parte da autoridade monetária. Dado o excesso de demanda existente (a juros baixos ou mesmo negativos), as autoridades monetárias optavam por, basicamente, duas medidas: a primeira, estabelecia limites quantitativos, estabelecendo tetos para os empréstimos comerciais; a segunda era qualitativa, dando prioridade para as indústrias consideradas mais importantes ou produtivas. O que era considerado “importante”, porém, mudava rapidamente ao longo do tempo.

Sendo a política monetária pouco eficaz, **tanto o governo brasileiro quanto o coreano utilizavam fortemente controles cambiais e de comércio exterior** como instrumentos complementares para estimular a economia. Por serem economias que exportavam produtos de baixa elasticidade preço (e importavam produtos essenciais), a desvalorização da moeda freqüentemente não gerava os efeitos desejados sobre o balanço de pagamentos, além de agravar a problemática inflacionária, sendo por isso evitadas. Em compensação, ambos os países desenvolveram um complexo sistema de **câmbio múltiplo** e usaram em larga medida **subsídios à exportação e tarifas a importação**, não apenas durante os anos 1950, mas durante todo o nosso período de análise.¹⁷⁹

Uma grande diferença nos padrões de financiamento que impera da segunda metade dos anos 1940 até o início dos anos 1960 entre os dois países reside no uso da **poupança externa como fonte de financiamento**. A Ajuda Americana constituiu uma fonte fundamental de recursos de longo prazo (*funding* – no sentido específico de Keynes, 1937 – Ver capítulo II). O Brasil, devido à inexistência – negada e renegada – da Ajuda Externa, teve de buscar fontes alternativas de financiamento (ver Martins, Luciano, 1976).

De fato, considerando a Primeira República Coreana como um todo (1945-1960), pode-se dizer que Sygman Rhee reorganizou a estrutura financeira de forma a ajudar no

¹⁷⁹ Para a evolução da política cambial brasileira ver Anexo A.

processo de construção de um Estado forte. Entretanto, sem bases fiscais sólidas, e uma vez que a renda era baixa (arrecadação baixa, portanto), optou por manipular a poupança externa: “using America as the ‘giver’ of last resort” (Woo, 1991), financiando o hiato remanescente de recursos com expansão monetária e dos requerimentos de reserva.

No imediato pós-1945, o governo Americano, com a responsabilidade da ocupação do pós-guerra, começou a responder como um crescente volume de ajuda externa. Em 1946, a ajuda americana somou US\$ 6 milhões; em 1947, havia atingido a cifra de US\$ 93; e, em 1948, ano da independência do país e estabelecimento da Primeira República, US\$113 milhões (Cole and Lyman, 1971, p.19).¹⁸⁰ O fluxo anual de ajuda durante o período 1953 e 1958 foi de US\$ 12 per capita por ano. Esta quantia equivalia, aproximadamente, a 15% da renda bruta média e mais de 80% das reservas internacionais do país. Entretanto, o custo da ajuda ia além desses valores. Woo (1991, pp.22-23) estima que o custo total da Ajuda Americana à Coreia fosse próximo de US\$ 1 bilhão por ano.¹⁸¹ Se considerarmos somente a Ajuda Militar, a Coreia sozinha teria recebido mais de US\$ 325 milhões em 1959, em contraste com US\$ 83 milhões para toda a América Latina (idem, p. 46). Como mostra a Tabela XXXII, a Ajuda Externa continuou a crescer até 1957 e nunca ficou abaixo de US\$ 200 milhões depois do início dos anos 1960, permanecendo em valores significativos até o final da década.¹⁸²

Tabela XXXII

| Ajuda Externa Recebida pela Coreia | | | |
|------------------------------------|---------|------|---------|
| (1.000 Dólares Americanos) | | | |
| Ano | Valor | Ano | Valor |
| 1951 | 106,542 | 1960 | 245,39 |
| 1952 | 161,327 | 1961 | 199,245 |
| 1953 | 194,17 | 1962 | 232,31 |
| 1954 | 153,925 | 1963 | 216,446 |
| 1955 | 236,707 | 1964 | 149,331 |
| 1956 | 326,705 | 1965 | 131,441 |
| 1957 | 382,892 | 1966 | 103,261 |
| 1958 | 321,272 | 1967 | 97,018 |
| 1959 | 222,204 | 1968 | 105,856 |

Fonte: *Bank of Korea, Economic Statistics Yearbook, 1969*

¹⁸⁰ Cole, D and Lyman, P. (1971), p. 19.

¹⁸¹ Em 1956, por exemplo, a Ajuda econômica somou mais de US\$ 326 milhões, a Ajuda Militar outros US\$ 400 milhões e mais US\$ 300 milhões cobertos pelos custos de manutenção das tropas americanas no país.

¹⁸² Do ponto de vista analítico, o destino final dos recursos de ajuda podia ser dividido em dois fluxos principais: aqueles destinados a “Grandes Projetos” e aqueles para “empréstimos” (*Outstanding Loans*). No primeiro caso, os EUA calculava a ajuda e a distribuía entre setores produtivos, com o setor de transportes recebendo a maior fatia dos recursos (26%), seguidos do setor de manufaturas (Cole and Dyman, 1971, p. 194).

O Brasil não dispôs da mesma generosidade. Na realidade, num primeiro momento, parecia que a vitória de Getúlio Vargas nas eleições de 1950 tinha acelerado a disposição norte-americana de colaborar com o financiamento dos setores de infra-estrutura e equipamentos. Em dezembro daquele mesmo ano, foi criada a Comissão Mista Brasil-Estados Unidos (CMBEU). A idéia da Comissão era assegurar, através da cessão de recursos (a taxas muito favorecidas) provenientes do *Eximbank* e do Banco Mundial, recursos para o financiamento de projetos que permitissem “a superação de gargalos na infra-estrutura econômica do país (marcadamente nos setores de energia, portos e transportes), fornecendo as divisas necessárias para essa finalidade.” (Besserman e Villela em Giambiagi et ali, 2004. p. 29). Acreditava-se igualmente que, uma vez desobstruídos os pontos de estrangulamento, haveria uma natural ampliação dos fluxos de capital dirigidos ao Brasil, via investimentos diretos ou mesmo por novos empréstimos feitos pelo dois bancos supracitados.

Foi através da CMBEUA e diante da promessa obtida de apoio americano no valor de US\$ 500 milhões que se optou pela criação do BNDE. O Banco seria o gestor do *Fundo de Aparelhamento Econômico* e deveria administrar e garantir os créditos em moeda estrangeira comprometidos com o programa de mesmo nome – além de analisar e financiar projetos integrantes daquele programa. Porém, em fins de 1952, com a guinada na orientação do governo dos Estados Unidos em relação à América Latina e o abandono das promessas de financiamento, o BNDE teve de reformular o programa recebido da Comissão, passando a trabalhar com um montante de recursos muito inferior (Ver Monteiro Filha, 1994).

Com os recursos externos frustrados, o financiamento do ousado Plano de Metas que se seguiria se tornou muito mais complexo.¹⁸³ Originalmente, o governo acreditava que o financiamento do plano de metas seria feito em 50% com recursos provenientes do setor público, 35% com fundos privados e 15% com fundos de sociedade mistas. O financiamento encontrado, todavia, mesclava diversos instrumentos.

Em primeiro lugar, alguns impostos foram criados ligados a metas específicas, como, por exemplo, para financiar as metas de automóveis (aumento da tributação nominal e diferencial). Em segundo lugar, criou-se a instrução 113 da Sumoc (na realidade, em 1955, Ver Anexo B), que permitia a importação de máquinas e equipamentos sem contrapartida cambial, um instrumento que favorecia as empresas de capital estrangeiro (ver Oreisntein em

¹⁸³ De acordo com Lessa (1981), o Plano de Metas constituiu provavelmente a mais ampla ação orientada pelo Estado, na América Latina, com vistas à implementação de uma estrutura industrial integrada. O Plano envolvia um conjunto de 31 metas distribuídas em 6 grandes grupos: Energia (metas 1 a 5); Transportes (metas 6-12); Alimentação (metas 13-18); Indústria de Base (metas de 19-29) e Educação (meta 30) e Brasília (meta 31).

Abreu, 1990). Em terceiro lugar, o BNDE contribuía de forma fundamental fornecendo créditos em prazos longos e juros baixos (frequentemente negativos) e dando aval para o investimento externo.

Embora a participação das metas relativa à alimentação (e portanto à agricultura) tenha recebido menores recursos, o Banco do Brasil também contribuiu para o financiamento do Plano de Metas, não apenas através de sua carteira de crédito geral e carteira de crédito agrícola e industrial, mas também através da oferta de *swaps* de forma a reduzir os riscos para o setor privado (Lessa, 1981). Embora o financiamento do Plano tenha sido feito em grande medida por tributos, poupança compulsória e emissão de moeda, a Conta de Ágios e Bonificações também foi bastante utilizada como instrumento para-fiscal de arrecadação (Ver Anexo B). O governo valeu-se da emissão monetária, sobretudo para a construção de Brasília que não tinha recursos previstos pelo Plano e para as compras de Café (Ver Lessa 1981).

Portanto, de forma diferente da Coreia, no período 1945-60 o Brasil não pôde contar com a bonança dos recursos externos para o financiamento da indústria. Isso não quer dizer, todavia, que o país não tenha recebido poupança externa em volumes consideráveis. Sobretudo no período JK, houve um aumento da participação das multinacionais no país e também do volume de empréstimos, incentivados pela Instrução 113 da Sumoc. As formas de poupança externa foram, porém, bastante diferentes entre os países: predominantemente Ajuda Externa na Coreia e, posteriormente, empréstimos em condições muito favorecidas (o país quase não atraía multinacionais nessa época – ver Capítulo II), enquanto no Brasil predominaram empréstimos (muitas vezes com aval do BNDE) e investimentos estrangeiros diretos.

Nos anos 1960, ambos os países sofreram golpes militares e implantaram reformas financeiras que proporcionaram um redesenho do arcabouço institucional para o financiamento do desenvolvimento. Entretanto, as respostas dadas pelos países não foram exatamente às mesmas, sendo a do Brasil, por assim dizer, menos radical.¹⁸⁴

No caso coreano, o Golpe Militar de 1961 promoveu uma série de reformas financeiras. Novas instituições (bancos especiais) foram criadas, o Agriculture Bank foi reorganizado, o Banco Central passou a ser controlado diretamente pelo Ministério das Finanças (Ver Anexo C) e houve uma expansão significativa do crédito (incluindo uma desastrosa reforma monetária, rapidamente revertida, cujo único impacto derradeiro foi

¹⁸⁴ Curiosamente, nenhum dos dois regimes assumiu o caráter autoritário do regime sendo o golpe visto como a restauração da ordem. Para Coreia ver Cole and Lyman 1971, para o Brasil ver o interessante relato de Linz 1978.

provocar uma mudança de moeda de *Hwan* para *Won* – ver Capítulo II). A mais importante mudança foi, porém, a nacionalização do sistema bancário.

Cabe aqui observar que diversas das mudanças promovidas pelo general Park Hee (apesar do disseminado sentimento anti-nipônico deixado pelo período colonial) se inspiraram assumidamente nos moldes japoneses. Isto é particularmente verdadeiro no que tange à estrutura industrial coreana, dominada por grandes conglomerados. O governo coreano, entretanto, foi um passo além da intervenção japonesa no que tange ao sistema financeiro. Enquanto nos *Zabatsus* japoneses havia bancos privados no centro dos conglomerados, a Coreia optou por colocar *tradings* no centro do *Chaebols*, permanecendo os bancos estatais.

A nacionalização do sistema bancário em 1961 (mantida até meados dos anos 80) permitiu ao governo não apenas incentivar e promover a industrialização, como muito precisamente definir os setores a serem priorizados, o volume do crédito concedido – bem como as taxas de juros e as condições do financiamento. Ou seja, mesmo sob a orientação pró-mercado que marcou a segunda metade dos anos 1960, quando os juros foram drasticamente elevados (com o objetivo de dar fim à chamada repressão financeira – ver Capítulo II), a característica de financiamento centrado no crédito bancário através de bancos públicos permaneceu. O desenvolvimento do mercado de capitais só se tornou mais relevante a partir da década de 1970 e, embora com crescente importância, continuou a ser relegado a algumas poucas firmas. De acordo com diversos relatos, o Presidente Park Hee era extremamente consciente de que a industrialização mudava a composição do investimento na direção de setores capital intensivo, com maiores escalas e prazos de maturação, criando necessidades financeiras que o mercado, sozinho, teria dificuldades de suprir.

O Presidente Hee optou por reforçar o casamento entre os *Chaebols* e o governo e, ao mesmo tempo, continuar utilizando recursos externos para o financiamento. Pressionado pelo governo americano a promover a abertura do país e já tendo retomado as relações diplomáticas com o governo japonês (ver Capítulo II), o governo preferiu que o fluxo de capital viesse sob a forma de empréstimos, ao invés de ceder participação acionária de forma a minimizar a influência ou o controle japonês nos negócios nacionais. Além disso, a fim de reduzir os riscos para o setor privado, estabeleceu um amplo sistema de garantias bancárias para o repagamento dos empréstimos provenientes do exterior:

“The ultimate borrower was committed to repay the loan, and bear nay exchange risk, but he had the backing of both the KDB and the BOK that, in the event f his default, the loan would be repaid. United States assistance to, and support of, Korea undoubtedly gave further assurance that Korea’s

external financial commitments would be met. In addition to all of this, the U.S and Japanese governments granted various types of investments guarantees to their nationals who made loans to, or invested in, Korea. Thus, the risk of default for the lender was practically negligible, while the Korean borrower had assurances of support, not only from the domestic banking institutions, but also the central bank and the Economic Planning Board". (Cole and Park, pp. 60-61)

Na experiência brasileira, após o golpe militar de 1964, também foram implementadas reformas institucionais sob a égide do Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG – 1964-1967). Sinteticamente, poderíamos afirmar que os passos mais importantes dessas reformas foram: a criação do Banco Central do Brasil; a organização do Sistema Financeiro de Habitação, tendo como principal suporte o hoje já extinto BNH; a introdução do princípio da correção monetária (que se desenvolveria posteriormente para acabar se tornando uma das maiores características do sistema financeiro brasileiro); e a lei 4.728 de meados de 1965, que institucionalizou a segmentação do sistema.¹⁸⁵ Basicamente, elas visavam criar uma estrutura de financiamento à imagem e semelhança da estrutura Anglo-saxã, com segmentação financeira e complementaridade entre financiamento bancário e financiamento via mercado de capitais (ver Hermann, J., 2002).

A nova estrutura financeira proposta dividia as funções da seguinte forma: o BB ficava responsável pelo financiamento à agricultura e às exportações; o BNDE pela infra-estrutura, pelo financiamento dos projetos das Estatais e de máquinas e equipamentos, através da FINAME (criada em 1964). Complementavam a atuação do BNDE os Bancos de Desenvolvimento regionais e estaduais (com atuação semelhante a do BNDE). Os bancos comerciais seriam os responsáveis pelo capital de giro; as financeiras (sociedades de crédito, financiamento e investimento), pelo crédito ao consumo; os bancos de investimento pelos projetos industriais de maior prazo; e as corretoras/distribuidoras de valores (CDV), pela atuação nos mercados primário e secundário de ações. Em 1964, foi ainda criado o Sistema Financeiro de Habitação (SFH), composto pelo Banco Nacional de Habitação (BNH), Caixa Econômica Federal (DEF), Caixas Econômicas Estaduais (CEE), sociedades de crédito imobiliário (SCI) e associações de poupança e empréstimo (APE), com o objetivo de reduzir o déficit habitacional do país.

¹⁸⁵ Para uma descrição detalhada ver Hermann, 2002 e Simonsen, 1974, capítulo VI.

Em comum com o ocorrido na Coréia, também no Brasil a visão predominante era de que a repressão financeira vinha detendo o desenvolvimento do país e que era preciso incrementar a poupança agregada:

“... o diagnóstico que comandou a reforma financeira era de que tanto a geração, quanto a alocação de poupança no Brasil, eram prejudicadas pelo baixo retorno real oferecido pelos ativos de longo prazo, em um contexto de inflação crescente e juros nominais limitados pela Lei da Usura (que estabelecia um teto de juros de 12% ao ano)”. (Hermann, 1999, p. 21)

Entretanto, a ênfase do discurso brasileiro não recaiu, como na Coréia, na necessidade de elevar os juros, mas, sim, na introdução do mecanismo de correção monetária e no aumento da poupança pública.¹⁸⁶ Na estratégia do PAEG de “combate à inflação, sem sacrificar o crescimento” pretendia-se: 1) aumentar a poupança do governo, promovendo tanto corte de gastos como a racionalização das tarifas (ampla reforma tributária); 2) controlar a expansão (considerada desordenada) do crédito no montante necessário para “maximizar o crescimento e minimizar a inflação”; e 3) combater o “conflito distributivo” – o que seria feito através de uma fórmula salarial (Ver Simonsen, cap. V e Lara-Resende em Abreu, 1990). Na visão predominante da época, a correção monetária permitiria o incremento da poupança doméstica (tanto pública quanto privada), enquanto a poupança externa era esperada vir (e veio) pela reorientação da economia (e da política).¹⁸⁷

As reformas do PAEG tiveram o mérito de permitir uma diversificação dos ativos, a expansão do consumo de duráveis (ao institucionalizar as financeiras e ao fornecer um título que servia de base para os cálculos da correção monetária: a ORTN) e também (em menor grau) do financiamento à habitação. Sobretudo, as reformas tiveram o mérito de permitir que

¹⁸⁶ Na realidade a correção monetária possuía diversos objetivos: 1) contribuir para a melhora das contas públicas através da correção dos serviços de utilidade pública a custos atuais; 2) tornar homogêneos os reajustes dos preços entre diversos setores (com isso contribuindo para abrandar o conflito distributivo, visto como uma das causas para a elevada inflação); 3) manter o câmbio real constante (embora isso só tenha ocorrido de fato após a introdução do regime de *crawling peg* a partir de 1968); 4) tornar os títulos públicos e privados atraentes para o público em geral; 5) tornar atrativos aluguéis e financiamentos imobiliários, que sem a correção ficavam rapidamente defasados; 6) viabilizar o sistema financeiro de habitação; 7) acabar com o chamado “lucro ilusório” através da correção dos custos das empresas por valores correntes e permitir que os cálculos de depreciação fossem feitos a valores corrigidos; 8) acabar com a prática, muito comum, de atrasar o pagamento de tributos e taxas públicas (além da correção monetária passaram também a ser aplicadas multas). Ver Simonsen, 1974, cap. VI.

¹⁸⁷ Dada a inversão nos fluxos externos verificada com a mudança do Presidente Goulart pelo General Castelo Branco, é difícil supor que o fluxo de recursos externo não estivesse também associado ao apoio americano ao Golpe Militar. Diga-se, aliás, que o apoio ocorreu no imediato pós-golpe – o que foi considerado precipitado pela comunidade internacional, em especial pelos diplomatas Ingleses (Ver Cantarino, 1999).

o financiamento do setor público deixasse de ser basicamente feito através da emissão de moeda, para ser feito através de títulos. No caso da correção monetária, se esta foi um engenhoso mecanismo para permitir uma longa convivência pacífica com a inflação, trouxe também conseqüências nefastas a longo prazo, na medida em que institucionalizou a alta inflação no país.

Logo após a implementação das reformas do PAEG, passaram a coexistir na economia, ativos indexados e não indexados, o que aumentou o escopo da especulação e da fragilidade do sistema financeiro. A aversão ao risco dos consumidores e investidores, em grande medida, permaneceu por conta do contexto inflacionário (apenas “neutralizado” pela indexação). Sobretudo, as reformas falharam em estabelecer canais domésticos de financiamento de longo prazo. As necessidades de *funding* da economia brasileira tiveram de continuar sendo supridas pelo BNDES (Studart, 1995) – e também via empréstimos no exterior – voltaremos a esse ponto mais adiante. Como a entrada de recursos estrangeiros era superior ao necessário para o equilíbrio do Balanço de Pagamentos, manteve-se a pressão sobre a base monetária dificultando o controle da inflação, que caiu a taxas muito inferiores às estipuladas pelas metas do PAEG.

Em suma, as reformas financeiras promovidas no Brasil e na Coréia nos anos 1960 foram radicalmente distintas na sua concepção. No Brasil, a segmentação objetivava uma grande participação do setor privado, inclusive no financiamento de longo prazo – enquanto na Coréia os bancos eram todos estatais. Sob esse ponto de vista, portanto, o Brasil foi muito mais liberal do que a Coréia. Porém, do ponto de vista da condução da política de juros, pode-se dizer que na Coréia as teorias de repressão financeira (cuja solução preescrita é a liberalização do sistema financeiro) tiveram maior influência do que no Brasil.

De fato, na Coréia, não apenas os próprios criadores da teoria de repressão financeira (Shaw e McKinnon) atuaram como conselheiros, como o país praticou juros elevados de 1965 a 1972, reduzindo-os drasticamente em 1972. No Brasil, porém, embora os juros tenham sido elevados em alguns momentos durante o PAEG (1964-1967), a condução da política monetária foi errática (Ver Lara-Resende, A. em Abreu, 1990) e a tolerância com a inflação foi institucionalizada – o que não ocorreu na Coréia. De forma também diferente do ocorrido na Coréia, os juros foram rapidamente baixados e permaneceram baixos durante todo o período do “Milagre” brasileiro (1968-1972).¹⁸⁸

¹⁸⁸ No diagnóstico inflacionário do Ministro Delfim os juros junto com os preços agrícolas constituíam fontes de pressões de custos. Além disso, a tese era de que não era preciso frear a economia, mas sim o contrário já que

No que se refere novamente ao caso coreano, durante o período 1965-1971 os bancos comerciais e especiais se tornaram os maiores mobilizadores de recursos domésticos, enquanto o KDB junto a alguns bancos autorizados ajudavam os negócios, garantindo os créditos externos. No período seguinte, de 1972-1978, entretanto, o crescimento do setor financeiro foi drasticamente reduzido e a ênfase do governo foi colocada no sistema não bancário – com diversos estímulos para o desenvolvimento do mercado de capitais (em grande medida o mercado de capitais coreano é, também, uma criação do Estado). Todavia, embora tenham apresentado forte expansão (Ver Capítulo II) o financiamento continuou a ser fortemente dependente do crédito bancário e dos empréstimos no exterior – e os fortes laços entre o governo e os Chaêbols permaneceram.

Em 1971, a Coréia sofreria uma forte crise cambial e em 1972, como já mencionado, lançaria um decreto que baixaria drasticamente os juros da economia. A redução dos juros visava a recuperação da economia, que estava desacelerando, mas também o ataque direto ao chamado sistema financeiro informal. Não obstante os esforços do governo e a elevação dos juros, os mercados informais coreanos continuavam a ser bastante significativos. Neste ponto, novamente, a comparação com o Brasil é interessante.

Como na Coréia os bancos eram todos estatais, o financiamento de longo prazo não era problemático, mas, ao contrário, abundante. Desta forma, não apenas as pequenas firmas e os consumidores sem acesso ao crédito bancário (como no Brasil e na maioria dos países), mas também as grandes corporações procuravam o mercado informal de crédito para **fins de capital de giro** (*working capital*). Ou seja, enquanto no **Brasil** o maior problema sempre foi a busca de recursos de **longo prazo** (*funding*), tendo no BNDE a única fonte doméstica e, eventualmente, recorrendo ao **capital estrangeiro ou auto-financiamento** (Studart, 1995), na **Coréia** a questão do *funding* era plenamente resolvida pelo sistema bancário formal, já que este era todo formado por bancos estatais, e pelo amplo financiamento externo. Em contrapartida, encontrar fontes de *finance* (liquidez) era uma questão relativamente fácil no Brasil, mas um problema para as firmas coreanas.

É verdade que, durante o período do Milagre, o governo brasileiro se empenhou em buscar desenvolver fontes privadas para o financiamento de longo prazo. Sua estratégia se deu em três vias. Em primeiro lugar, o governo incentivou a concentração do sistema bancário (em 1968 existiam 188 instituições bancárias; em 1972, apenas 79). Paralelamente, buscou

não existindo pressões de demanda (no início do Milagre) os ganhos de escala provenientes do crescimento fariam, ao contrário, com que a inflação caísse.

estabelecer conglomerados financeiros e mesmo conglomerados industriais à luz e semelhança dos Zaibtsus japoneses, ou seja, com bancos privados em seu centro. Todavia, esses esforços não foram adiante (Ver Giambiagi, 1987).

Em segundo lugar, a fim de incentivar a captação de longo prazo, foi autorizada a emissão de passivos com correção monetária, estendendo-se para o setor privado uma condição já vigente para os títulos públicos desde julho de 1964 (Hermann, 1999, p. 21). O governo brasileiro criou ainda os Certificados de Depósitos Bancários (CDBs), com objetivo de criar um instrumento para que os bancos de investimento pudessem captar a longo prazo (pois só assim poderiam emprestar nos mesmos prazos). Todavia, os bancos comerciais fizeram ampla oposição a que o instrumento dos CDBs fosse de uso exclusivo dos Bancos de Investimento – e o governo terminou por ceder. Sem instrumentos de captação diferenciados e com maiores riscos, os bancos de investimento acabaram por se tornar pouco rentáveis, sendo absorvidos pelos bancos comerciais.

Em terceiro lugar, o governo tentou desenvolver o mercado de capitais (o que, como vimos, também ocorreu na Coreia no mesmo período histórico – ver Capítulo II para medidas). As medidas de estímulo envolviam basicamente incentivos fiscais para aqueles que desejassem criar sociedades de capital aberto, bem como para os detentores de ações e debêntures. O resultado foi, entretanto, uma bolha especulativa, que estourou em 1971. Esforços também foram feitos buscando criar um mercado de títulos de longo prazo no país. Para incentivar este último o governo criou em 1970 as LTNs. (Letras do Tesouro Nacional). A idéia é de que estes títulos formariam, junto com as ORTNs (Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional), um mercado de títulos públicos com papéis de curto (LTN) e de longo prazo (ORTN) – o que serviria de base para a criação de uma curva de rendimentos no país (*yield curve*). Todavia, o estabelecimento das cartas de recompra terminaram por tornar os dois instrumentos muito semelhantes.¹⁸⁹

Um outro aspecto em comum das reformas dos anos 1960 nos dois países foi a ampliação do grau de abertura da economia ao capital externo, aumentando a participação dos empréstimos sobre o fluxo de capital em ambos. Essa abertura se dava em um contexto de ampla liquidez internacional representado pelos eurodólares e petrodólares (exceto no imediato pós-choque do petróleo) – e os dois países souberam se aproveitar disto para o

¹⁸⁹ A idéia é de que as ORTN serviriam para fins fiscais e as LTN para fins monetários de controle da liquidez. Cabe acrescentar que à época, graças a Lei Complementar n°. 12 (criada em 08.11.1971) coexistiam três orçamentos públicos (o da União, o das Estatais e o Monetário). Isso tornava as contas públicas pouco transparentes e permitia várias disfunções do ponto de vista do equilíbrio fiscal.

financiamento do desenvolvimento. Entretanto, no caso coreano, o esquema de garantias foi muito melhor desenvolvido do que no caso brasileiro.

Ao final dos anos 1960 e ao longo dos anos 1970, tanto firmas brasileiras quanto coreanas tomaram recursos no mercado externo bem acima do volume dos financiamentos requeridos pelo próprio investimento, provocando movimentos especulativos nos ativos, como, por exemplo, o boom das bolsas nos dois países. No caso particular das empresas brasileiras estatais durante os anos 1970, elas foram freqüentemente usadas para captar reservas acima de suas próprias necessidades financeiras, com o objetivo de obter divisas para financiar importações consideradas necessárias para a economia como um todo. A consequência dessa estratégia de crescimento com endividamento (*growth-cum-debt strategy*) foi o aumento da vulnerabilidade financeira dessas empresas (Stuart, pp. 81-82). Mas a fragilidade desse modelo só se tornaria evidente depois do choque dos juros, nos anos 1980. No caso coreano, as garantias do governo protegeram as firmas, em alguma medida – o que não significa que não houve problemas (Ver Hasan e Hao, 1979 e Suh, 1992).

Em cada um dos dois países, após o primeiro choque do Petróleo, optou-se por seguir crescendo e fazer a etapa mais difícil da industrialização, concentrando esforços na indústria capital intensiva e de insumos básicos. Ao final dos anos 1970, com a entrada do mundo em recessão, com o novo aumento do preço do combustível (e posterior aumento dos juros) e a crescente inflação, tanto a Coréia como o Brasil tiveram suas estruturas industriais ameaçadas. Ambos os modelos foram, assim, colocados em xeque – mas os resultados obtidos após o ajuste do início dos anos 1980, como se sabe, foram radicalmente diferentes. A Coréia conseguiu se recuperar da crise e retornar a crescer, enquanto o Brasil mergulhou em duas décadas de baixo crescimento – mas isso já vai muito além do escopo desse artigo.

Conclusões

Ao longo desse artigo, buscamos mostrar que as experiências coreanas e brasileira apresentaram diversas semelhanças, a começar pelo rápido crescimento e elevada inflação que caracterizaram o período 1950-80. Foram ressaltadas características comuns, bem como diferenças dadas pelo contexto de Guerra-fria, muito mais acentuado na Coréia.

Uma revisão da literatura sobre os modelos de desenvolvimento asiático e latino-americano foi aqui realizada, chamando atenção para as teses do Banco Mundial, que tendem a associar o modelo coreano a *export oriented model* e o modelo brasileiro ao *import substitution model*. Foram também apresentadas: a leitura feita por autores brasileiros do

modelo nacional de substituição de importações e as teses críticas ao Banco Mundial apresentada pelos “asianistas” ou “institucionalistas”, além de indicar a revisão da visão do Banco Mundial nos anos 1990.

Após apresentarmos nossas críticas às interpretações supra-citadas, defendemos uma visão alternativa que centra a estratégia de desenvolvimento dos dois países não nas respectivas orientações de comércio exterior, que aliás possuem mais semelhanças do que diferenças (já que ambos praticaram em larga extensão medidas de estímulo às exportações e importações), mas em políticas de *catch up*, onde o Estado possui papel fundamental. Tanto na Coreia quanto no Brasil teria ocorrido uma **opção consciente pela industrialização conduzida pelos respectivos Estados**, sendo na Coreia o contexto político externo (ou a ameaça externa) um fator decisivo.

No que se refere ao financiamento do desenvolvimento, defendemos que tanto na Coreia como no Brasil, o papel do Estado provendo o financiamento de longo prazo atuou como um substituto Gerschenkroniano para a promoção da industrialização tardia (no caso, experiências de *late-late-development*). Dada a inexistência de fontes privadas de financiamento de longo prazo e da presença de outras menos importantes falhas de mercado, o crédito público foi fundamental para o processo de desenvolvimento.

Além disto, embora os arranjos institucionais implementados fossem distintos (havendo a predominância de bancos comerciais públicos, na Coreia, versus bancos comerciais privados, no Brasil – a exceção do Banco do Brasil, de economia mista), os dois sistemas acabaram por se caracterizar pela forte presença do Estado no âmbito do financiamento de longo prazo, pelo uso intensivo de fontes externas de financiamento (embora sob formas diferentes), pelo fraco desenvolvimento do mercado de capitais (apesar de algum florescimento ao final dos anos 1960 início dos anos 1970 nos dois países), pela manutenção da importância do mercado informal de crédito (independente das tentativas de dissipá-los, sobretudo na Coreia) e pela presença do auto-financiamento como fonte importante de recursos.

Nesse sentido tivemos, em ambas as experiências, um tipo de financiamento baseado em crédito bancário, onde a voz (*voice*) do governo se fez presente de forma determinante. Trata-se, portanto, do que Zysman (1982) qualificou como seu segundo tipo ideal (ver Capítulo I): *credit-based financial system with administered prices*. Nele o governo fixa o preço do crédito em diferentes mercados, sinalizando as prioridades macroeconômicas e de política industrial e interferindo na alocação de bens e serviços.

A bem dizer, o sistema financeiro coreano existente no período 1950-80 é talvez o mais extremo exemplo na história econômica recente (evidentemente, considerando economias capitalistas) da relevância do Estado: “In Korea, all bank credits were business subsidies, their allocation scrutinized by the state. In some sense, therefore, all loans were policy loans”. (Woo, 1991, pp.162-163). Esta característica permitiu que a questão da busca de recursos de longo prazo na Coreia (*funding*) não fosse problemática, embora a escassez de liquidez (*finance*) tenha feito com que o mercado informal de crédito perdurasse (com vigor) ao longo do tempo. No Brasil, em contrapartida, na ausência da abundância de recursos externos disponíveis para a Coreia, o *funding* teve de se basear basicamente nos recursos do BNDE, embora fontes de recursos de curto prazo (*finance*) fossem abundantes.

Em ambas as experiências, o papel jogado pelas instituições e convenções foi fundamental como buscamos defender. Todavia, uma das convenções criadas no contexto brasileiro: a convenção da estabilidade, através da criação do princípio da correção monetária, atuou como um ovo de serpente – cujos resultados só seriam visíveis nos anos 1980.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta tese foi organizada sob a forma de quatro artigos independentes que, em seu conjunto, buscam fornecer um panorama sobre o tema do financiamento em experiências de desenvolvimento tardio, utilizando a Coreia e o Brasil como exemplos. Se, por um lado, a opção por artigos possui a vantagem de permitir o tratamento do tema sob diferentes ângulos, por outro, incorre na repetição de alguns pontos entre os capítulos, além de tornar mais difícil a tarefa das conclusões finais. Admitida essa dificuldade, devo, em primeiro lugar, explicitar (e justificar) algumas ausências incorridas neste trabalho.

Do ponto de vista metodológico, devo aqui admitir que a tese seria beneficiada caso incluísse um capítulo adicional, onde fosse feito um rigoroso estudo da experiência brasileira, em igual período ao realizado para o caso coreano. Entretanto, a ampla oferta de competentes trabalhos sobre o tema [como, por exemplo, os trabalhos realizados por Sochaczewski, A. (1993), Hermann (1999, 2002b) e Studart (1995) – apenas para citar alguns]; a já extensa dimensão dessa tese; e também em função do cumprimento rigoroso do prazo determinado pelo CNPq fizeram com que a tarefa fosse deixada para trabalhos posteriores. Por esse motivo, o artigo mais interpretativo desta tese (Capítulo IV) se baseou em trabalhos prévios realizados por outros autores, alguns deles meus professores, e na minha experiência didática em economia brasileira.

Devo também esclarecer que era a intenção original desta tese o desenvolvimento de um modelo estatístico para o caso brasileiro – a semelhança do realizado no terceiro capítulo para a Coreia. Entretanto, diferentemente deste país, inexistem dados setoriais para o sistema bancário brasileiro como um todo no período em questão – conforme averiguado em inúmeras consultas formais ao Banco Central do Brasil. Diante deste fato, foi ainda feito um esforço para coletar dados brasileiros através da agregação dos desembolsos setoriais do Banco do Brasil com os do BNDE (como uma aproximação do crédito bancário destinado à indústria). Todavia, incompatibilidades entre os critérios setoriais adotados pelas referidas instituições, descontinuidades nas séries encontradas (com mudanças de critérios ao longo do tempo) e ainda problemas decorrentes do uso de distintos deflatores entre as séries (algumas vezes os deflatores não eram sequer explicitados nas tabelas contidas nos relatórios anuais) fizeram

com que, após algumas tentativas, a tarefa de construir um modelo para o caso brasileiro fosse abandonada.

Ainda do ponto de vista metodológico, deve se considerar que essa tese adotou, em larga medida, uma postura histórico-institucional, pretendendo respeitar os contextos distintos em que estão embebidas diferentes experiências de desenvolvimento. Entretanto, como em qualquer estudo comparado, ao buscar semelhanças nas experiências estudadas se pretende, implicitamente, encontrar elementos explicativos fora da história, de validade geral e, portanto, teóricos.

Assim, com o objetivo de “iluminar” o estudo das experiências coreanas e brasileiras no período 1950-1980 o primeiro artigo desta tese (Capítulo I: Financiamento e Crescimento Econômico: Uma Revisão da Literatura) apresenta um sumário da literatura sobre essa relação, mesclando contribuições seminais com outras mais recentes. No intuito de dar alguma originalidade, o artigo foi organizado sob a forma de perguntas. Esta opção, porém, algumas vezes acarretou em agrupar diferentes correntes de pensamentos na mesma seção.

No segundo artigo desta tese (Capítulo II: Financiamento do Desenvolvimento – o caso Coreano no período 1950-1980), após descrever fatos políticos, econômicos e as reformas financeiras implementadas, respectivamente nos períodos: 1948-1960; 1961-1971; 1972-1979, o artigo se dedica a discutir a validade da teoria da repressão financeira para economia coreana. No que se refere ao efeito da elevação dos juros sobre a poupança (inegável do ponto de vista estatístico) pondera-se a associação direta ressaltando: 1) a ocorrência de uma mudança estrutural de uma economia com elevadas e voláteis taxas de inflação para uma economia com taxas mais moderadas e com menor volatilidade; 2) enfatiza-se que, paralelamente à reforma de 1965, ocorreram importantes mudanças institucionais, onde os bancos passam a ser apoiados e garantidos pelo Estado; 3) argumenta-se que grande parte do aumento da poupança deva ser atribuída a um problema contábil, embora não inteiramente.

No que se refere ao efeito da reforma dos juros sobre o crescimento (tese de que juros elevados aumentariam a poupança e assim o crescimento econômico), se observa que: 1) a Coreia cresce a taxas elevadas em períodos onde há repressão financeira (juros reais negativos) e também no período de juros elevados – invalidando a causalidade suposta na teoria da repressão financeira; 2) o menor crescimento no período 1961-1963 do que nos anos subsequentes está em grande medida associado ao conturbado cenário político do período e ao fato de que a inflação era bastante elevada e instável. Nesse sentido, o elevado crescimento que marca o país após os anos 1960 deva ser atribuído não à elevação da poupança (suposta

consequência da reforma dos juros), mas sim: 1) à elevada rentabilidade do capital no país – que permitia investimentos apesar do elevado custo; 2) à existência de diversos programas de crédito do governo; 3) ao apoio financeiro dos EUA e posterior cenário de elevada liquidez internacional; 4) ao fornecimento de garantias por parte do Estado, que eliminavam risco cambial e de juros das empresas; 5) à existência de uma convenção do crescimento; e 6) a um grande esforço de planejamento dado pelos Planos de Desenvolvimento Econômico.

Investigado com detalhes o caso coreano, o objetivo do terceiro artigo (Capítulo III: O Papel do Crédito Bancário na Performance Industrial na Coreia (1953-1969): um Modelo de Painel) é testar e mensurar a relevância dos empréstimos bancários para explicar a performance industrial coreana durante as décadas de 1950 e 1960. Os modelos de painel rodados no artigo concluíram pela existência de coeficientes positivos e significativos do nível do crédito bancário para explicar a performance (setor a setor) da indústria nos dois períodos analisados, sendo a relevância do KDB mais efetiva para explicar o crescimento da indústria nos anos 1950 do que nos anos 1960. Há indicações de que o financiamento do KDB tenha sido mais volátil o que é coerente com a atuação em grandes projetos, que apresentam discontinuidades no tempo. Além disso, observa-se que o KDB passou já nos anos 1960 a atuar de forma mais intensa através de garantias do que no financiamento propriamente dito.

Finalmente, no quarto artigo desta tese (Capítulo IV: Financiamento do Desenvolvimento – uma interpretação das experiências comparadas Brasileira e Coreana no Período 1950-1980) discute-se o papel do financiamento na dinâmica da transformação de economias de base agrícolas em economias de base industrial. O artigo parte do princípio de que haveria, em ambos os países, uma problemática comum: o financiamento de um processo de crescimento acelerado, sem um mercado de capitais bem desenvolvido e com uma estrutura bancária também pouco desenvolvida. O quadro abaixo resume as considerações gerais feitas, enquanto as semelhanças e diferenças entre as duas experiências por décadas são resumidas ao final (Ver Apêndice):

Quadro Comparativo – Considerações Gerais

| | Coréia | Brasil |
|--|--|----------------------------------|
| Crescimento – Média Anual (1954 - 1980) | 6,8 % | 7,6% |
| Inflação – Média Anual (1954 - 1980) | 19,9 % | 35,3% |
| Existência de fortes interesses agrário exportadores | Não | Sim |
| Presença do argumento de “Inimigo Externo” | Sim | Não |
| Processo de Construção do Estado + Burocracia Estatal Insulada | 1948-1960 | 1930-1945 |
| Distribuição de Renda (Condição de Partida) | Reforma Agrária + Guerras resultam em equidade | Má Distribuição é característica |

Após estas considerações de cunho mais geral, o quarto artigo passa a analisar dois debates clássicos a cerca das experiências de desenvolvimento coreano e brasileiro: 1) a dicotomia “Modelo Orientado para Fora” (MOF) *versus* “Modelo Orientado para Dentro” (MSI), apresentando vertente brasileira da MSI e a tese da tendência à estagnação; e 2) o debate entre Institucionalistas – Asianistas *versus* Banco Mundial.

A primeira dicotomia é considerada inadequada para a análise comparativa entre Brasil e Coréia. Sugere-se que tanto a experiência coreana quanto a brasileira de desenvolvimento seriam melhor compreendidas quando analisadas sob a ótica de um esforço de emparelhamento – *Catch up* – onde instituições, convenções e atores desempenham um papel crucial. São também apresentadas ao longo do capítulo discordâncias em relação a vertente brasileira do MSI. Principalmente, discorda-se da tese de que o esgotamento do modelo de substituição de importação tenha se dado por motivos internos (a sugestão alternativa é de que a institucionalização da correção monetária tenha contribuído, mas também condenado no longo prazo, o modelo brasileiro).

Em relação à tese institucionalista – asianista, há concordância com a interpretação de que a Coréia tenha seguido um modelo *State-led* de desenvolvimento, ao invés de uma orientação “pró-mercado” (postura defendida pelo Banco mundial até o início dos anos 1990, mas posteriormente revista pela própria instituição). Discorda-se, porém, do tratamento dado pelos asianistas aos anos 1950 na Coréia. O crescimento durante essa década teria sido não

desprezível e importantes instituições teriam sido criadas. Além disso, a opção pela SI com maximização dos recursos de Ajuda Externa obedeceria, em última análise, a uma lógica política (tornar-se independente do Japão) e não meramente a um processo *rent seeking*. Por fim, discorda-se da generalização conferida a países latino-americanos em que o insucesso em atingir o crescimento seria atribuído a não exigência de performance.

Em suma, procurei reunir neste trabalho os elementos que acredito devam constituir uma tese de doutoramento: uma revisão da literatura sobre o tema, com posicionamento teórico (realizado no Capítulo I); um detalhado estudo de caso (sobre a experiência coreana no período 1950-1980 – Capítulo II); uma análise empírica (com desenvolvimento de um modelo de painel – Capítulo III); e um ensaio mais interpretativo (Capítulo IV). De forma geral, pode-se dizer que a postura assumida foi a de complementar a análise histórico-institucional com molduras conceituais-teóricas, sem dispensar a investigação empírica.

Semelhanças e Peculiaridades entre as experiências Coreanas e Brasileira por década.

1950

Pontos em comum nas experiências brasileira e coreana: reconhecimento por parte dos governos de que haveria uma estrutura financeira inadequada para financiar a industrialização; criação de Bancos de Desenvolvimento (KDB na Coréia e BNDE no Brasil); uso intensivo de instrumentos de comércio exterior para promover a industrialização, dada às dificuldades de conduzir política monetária e fiscal; predomínio de bancos comerciais com mercado de capitais subdesenvolvido.

Aspectos peculiares:

Coréia: Processo de privatização (lenta) dos bancos, uso intensivo de Ajuda Externa como forma de promover a industrialização. O controle seletivo do crédito (utilizando sobretudo os recursos da Ajuda) foi a principal arma para promover a industrialização no país.

Brasil: Existência de um multiplicador bancário praticamente ilimitado. Importância do auto-financiamento e criação de mecanismos alternativos para financiamento do Plano de Metas. Uso de poupança externa sob a forma de financiamentos com aval do BNDE e grandes volumes de Investimento Estrangeiro Direto. Utilização de instrumentos peculiares de financiamento tais como a Instrução 113 da Sumoc.

1960

Pontos em comum: diagnóstico da necessidade de reformas financeiras para combater a repressão financeira, ampliar a poupança e assim acelerar o crescimento. Ampliação do grau de abertura das economias ao capital externo.

Aspectos peculiares:

Coréia: Estatização dos Bancos em 1961. Elevação abrupta dos juros em 1965. Bancos especiais passam a garantir empréstimos externos. Existe escassez de liquidez (*finance*).

Brasil: Segmentação do Sistema financeira em moldes anglo-americanos. Institucionalização da correção monetária ao invés de elevação abrupta dos juros nominais. O maior problema consistia em achar uma fonte de recursos de longo prazo (*funding*).

1970

Pontos em comum: Intensificação da participação do Estado no financiamento da industrialização, desenvolvimento da indústria pesada. Contexto de elevada liquidez internacional e uso intensivo de poupança externa para o financiamento do desenvolvimento (aumento do endividamento). Juros domésticos frequentemente negativos e elevados prazos dos empréstimos. Tentativa de desenvolver o mercado de capitais (ações e títulos). O *funding* continuou a ser feito pelo Estado (Substituto Gerschenkroniano). O financiamento foi baseado largamente em crédito bancário, onde a voz (*voice*) do governo se fez presente de forma determinante (*credit-based financial system with administered prices* – segundo tipo ideal de Zysman, 1982).¹⁹⁰

Aspectos peculiares:

Coréia: Nova reforma dos juros (1972) e tentativa de desmantelamento do sistema de crédito informal (infrutífero). Sistema Informal de Crédito na Coréia é mais desenvolvido e atende tanto a pequenas quanto médias e mesmo grande empresas.

Brasil: Diversos esforços para construir um mercado de crédito de longo prazo (infrutíferos).

¹⁹⁰ O conceito de substituto Gershenckroniano e a tipologia de Zysman foram categorias analíticas discutidas no Capítulo I desta tese.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ABREU, Marcelo P. "Inflação, Estagnação e Ruptura: 1961-67" em *A ordem do Progresso*, Organização de Marcelo de Paiva Abreu, Editora Campus, 1990.
- AKERLOF, G. "The Market for Lemmons", *Quarterly Journal of Economics*, LXXXIV, pp. 488-500, 1970.
- ALAM, M Shahid. *Governments and Markets in Economic Development Strategies: Lessons from Korea, Taiwan, and Japan*. Praeger Publishers, New York, 1989.
- ALDRIGHI, Dante Mendes. *Financiamento e Desenvolvimento Econômico: Teorias e a Experiência Coreana*. São Paulo: IPE – USP, 1997.
- AKYÜZ, Yilmaz et al. *East Asian Development New Perspectives*, Bookcraft Ltd, Great Britain, 1998.
- AMSDEN, Alice H. *Asia's Next Giant – South Korea and Late Industrialization*. New York: Oxford University Press, 1989.
- _____. *The Rise of "The Rest" – Challenges to the West From Late-Industrializing Economies*. New York: Oxford University Press, 2001.
- _____. (1994) 'Why isn't the Whole World Experimenting the East Asian Model of Development: Review of the East Asian Miracle', *World Development*, 22.
- _____ and EOH, Yoon – Dae Euh. (1993). 'South Korea's 1980s Financial Reforms: Good-bye Financial Repression (Maybe), Hello New Institutional Restraints', *World Development*, 21 (3).
- BANDT, O. and HARTMANN, P. "Systemic Risk: A survey". *European Central Bank Working Paper*, nº. 35, 2000.
- BARBERIS, N. and THALER, R. "A Survey of Behavioral Finance", en CONSTANTINIDES, G Harris, M y STULZ, R (eds). *Handbook of the Econometrics of Finance*, Elsevier Science B.V.
- BARROS, R e MENDONÇA, R. "A evolução do bem-estar, pobreza e desigualdade ao longo das últimas três décadas" – 1960-90. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, v. 25, nº. 1, abril, 1995.
- BENEVIDES, M.V.M. *O Governo Kubitshek: Desenvolvimento Econômico e Estabilidade Política*. Rio de Janeiro: Editora Paz e Terra, 1976.

- BESSERMAN, Sérgio Vianna. “Duas Tentativas de Estabilização: 1951-1954”, em *A ordem do Progresso*, Organizado por Marcelo de Paiva Abreu, Editora Campus, 1990.
- _____. “Política Econômica Externa e Industrialização: 1946-1951”, em *A ordem do Progresso*, Organizado por Marcelo de Paiva Abreu, Editora Campus, 1990.
- BIELSCHOWSKY, R. *Pensamento Econômico Brasileiro – O Ciclo Ideológico do Desenvolvimentismo*. Rio de Janeiro: IPEA-INPES, 1987.
- BILOTTI, Edvige. *The Rise of East Asia – Rethinking Theories of Economic Development*. Italy: Iprastah, 1997.
- BROWN, Gilbert T. *Korean Pricing Policies and Economic Development in the 1960s*. Baltimore and London: The Johns Hopkins University Press, 1973.
- BURLAMAQUI, Leonardo. “Capitalismo Organizado no Japão: uma interpretação a partir de Schumpeter, Keynes e Polanyi”. Tese de Doutorado, UFRJ, 1995.
- BURLAMAQUI, Leonardo and KREGEL, Jan. “Banking and the Financing of Development: A Shumpeterian and Minskyian Perspective”. In: PAULA, Silvana e DYMSKI, Gary, A (Org). *Reimagining Growth: Towards a Renewal of Development Theory*, 1ed New York: Zed Books, 2005, p. 141-168.
- CAMPOS, Jose Edgardo and ROOT, Hilton L. *The Key to the Asian Miracle*. Washington, D. C.: The Brookings Institution, 1996.
- CANTARINO, Geraldo. *1964: A Revolução para Inglês Ver*. Rio de Janeiro: Mauad, 1999.
- CASTRO, Ana Célia. *As empresas estrangeiras no Brasil, 1860-1913*. Rio de Janeiro: Zahar Editores, 1978.
- CASTRO, Antonio B. “Renegade Development: Rise and Demise of State Led Development in Brazil” in SMITH, W. e ACUNA, C (Eds) *Democracy, Markets and Structural Reforms in Latin America: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile and Mexico*. Transition Publishers, 1994.
- _____. “El Segundo Catch-up brasileiro. Características y limitaciones”, *Revista de la CEPAL*, nº. 80, Agosto, 2003.
- CASTRO, Antonio B. de e SOUZA, Francisco E. Pires. *A Economia Brasileira em Marcha Forçada*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1985.
- CARVALHO, Fernando José C. *Mr. Keynes and the Post Keynesians, Principles of Macroeconomics for a Monetary Production Economy*, Brookfield: Edward Elgar Publishing, 1992.
- CHANG, Ha-Joon and EVANS, Peter. “The Role of Institutions in Economic Change”, Paper presented at Conference on “The Other Canon and Economic Development”, Oslo, Norway, August, 14-15 th, 2000, pp. 1-22.

- CHICK, Victoria. "The Evolution of the Banking System and the Theory of Saving Investment and Interest", *Economies et Sociétés*, nº. 8, pp.111-126.
- CHOE, Chongwoo e MOOSA, Imad. "Financial System and Economic Growth: The Korean Experience", *World Development*, Vol. 27, Nº. 6, pp. 1069-1082, 1999.
- COASE, R. H. "The Nature of the Firm". *Economica*, New Series, Vol. 4, No. 16, Nov. 1937, pp. 386-405.
- COLE, David C. and LYMAN, Princeton N. (1971). *Korean Development: the Interplay of Politics and Economics*. Harvard University Press, Massachusetts.
- _____ and PARK, Yung Chul. *Financial Development in Korea, 1945-1978*. Massachusetts and London: Harvard University Press, 1983.
- D'ARAÚJO, M.C. *O Estado Novo*. Rio de Janeiro: Jorge Zahar, 2003.
- DAVIDSON, Paul. "Finance, Funding, Saving and Investment", *Journal of Post Keynesian Economics*, Fall 1986.
- DELFIN NETTO, A. "O Problema do Café no Brasil" em Peláez, C. M (Org.). *Ensaio sobre o café e desenvolvimento econômico*. Rio de Janeiro: Instituto Brasileiro do Café. 1973.
- DEMETRIADES, Panicos, e HUSSEIN, Khaled. "Does financial development cause economic growth? Time-series evidence from 16 countries". *Journal of Development Economics*, vol. 51, pp. 387-411, 1996.
- _____ e LUINTEL, Kul. "Financial restraints in the South Korean Miracle", *Journal of Development Economics*, vol. 64, pp. 459-479, 2001.
- EVANS, Peter. "Class, State and Dependence in East Asia: Lessons for Latin Americanists". In DEYO, Frederic 9ed.). *The Political Economy of the New Asian Industries*, Ithaca: Cornell University Press, 1987.
- _____. "The Future of Developmental State, *The Korean Journal of Policy Studies*, nº. 4, p. 129-146, 1989.
- _____. *Embedded Autonomy: States and Industrial Transformation*. Princeton, NJ: Princeton University Press, 1995.
- ERBER, Fábio S. "Innovation and the Development Convention in Brazil", *Revista Brasileira de Inovação*, vol. 3, nº.1, Janeiro-Junho de 2004.
- FAUSTO, B. *A Revolução de 1930*. Rio de Janeiro: Brasiliense, 1994.
- FISHLOW, Albert. "Brazilian Size Distribution of Income", *American Economic Review*, v. 62, nº. 2, 1972.
- FONSECA, Pedro. *Vargas: O Capitalismo em Construção*. São Paulo: Brasiliense, 1987.

- FRY, M.J. *Money, Interest and Banking in Economic Development*, 2nd edition, London: John Hopkins University Press, 1995.
- GERSCHENKRON, A. *El Atraso Economico en su Perspectiva Historica*, Ediciones Ariel, Barcelona, Cap. I e Postscriptum, 1973.
- GIAMBIAGI, Fábio. “A Economia Brasileira nos Anos do Milagre”: 1968/1973. Rio de Janeiro: UFRJ, 1987, mimeo.
- _____; VILLELA, A., CASTRO, L.B. e HERMANN, J. (Orgs.). *Economia Brasileira Contemporânea*. Rio de Janeiro: Campus, 2004.
- GREENWALD, B. and STIGLITZ, J.E. “Externalities in Economies with Imperfect Information and Incomplete Markets.” *Quarterly Journal of Economics*, 101 (2). May, 1986, pp. 229-264.
- GOVERNMENT OF THE REPUBLIC OF KOREA. *The Fourth Five-Year Economic Development Plan 1977-1981*. Seoul, 1976.
- _____. *The Second Five-Year Economic Development Plan 1967-1971*. Seoul: Government of the Republic of Korea, 1966.
- GURLEY, J. G and SHAW, E.S. “Financial Aspects of Economic Development”, *American Economic Review*, Vol. 45, pp. 515-538.
- _____. *Money in a Theory of Finance*. Washington: Brookings Institution, 1960.
- GUPTA, Desh. *Issues in East Asian Crisis*. Rohtak: Spellbound Publications Ltd, 1999.
- HASAN, Parvez; RAO, D. C. *Korea Policy Issues for Long-Term Development: The Report of a mission sent to the Republic of Korea by the World Bank*. Baltimore and London: The Johns Hopkins University Press, Published for the Word Bank, 1979.
- HAYAMI, Yujiro (Ed.). and AOKI, Masahiko (Ed.). *The Institutional Foundations of East Asian Economic Development: Proceedings of the IEA Conference held in Tokyo, Japan*. London: Macmillan Press LTD, 1998.
- HAYASHI, Fumio. *Econometrics*, Princeton: Princeton University Press, 2000.
- HEILBRONER, R.: *The Worldly Philosophers: the lives, times and ideas of the great economic thinkers*. Sixty Edition. New York: Touchstone Book, 1999.
- HERMANN, Jennifer. “Fragilidade Financeira do Setor Público: Implicações para a Gestão de Política Econômica”. Dissertação de Mestrado, UFRJ, 1993.
- _____. “Liberalização e Crises Financeiras: o debate teórico e a experiência brasileira nos anos 1990.” Tese de Doutorado. Rio de Janeiro: IE-UFRJ, 2002.

- _____. “Financial System Structure and Financing Models: the Brazilian experience and its perspective (1964/1997)”. *Journal of Latin American Studies*, vol. 34, Part 1, February, pp. 71-114, 2002b.
- _____. “Estrutura do sistema financeiro e modelos de financiamento: a experiência brasileira (1964/1997) e suas perspectivas”, *Texto para Discussão da UFRJ*, nº. 433. Rio de Janeiro: UFRJ, 1999.
- HIRSCHMAN, A. "Ascensão e Declínio da Economia do Desenvolvimento", *Dados - Revista de Ciências Sociais*, Vol. 25 nº.1, 1982 .
- HODGSON, Geoffrey. *Markets as Institutions in Economics and Institutions: A Manifesto for a Modern Institutional Economics*. Cambridge and Philadelphia: Polity Press and University of Pennsylvania Press.
- HONOHAN, P. “Financial Development, Growth and Poverty: How close are the links: Development Research Group and Financial Sector Operations and Policy Department. *The World Bank*, September, 2003.
- HOSONO, Akio (Ed.); SAAVEDRA-RIVANO, Neantro (Ed.). *Development Strategies in East Asia and Latin America*. London: Macmillan Press LTD, 1998.
- HOFFMANN, Rodolfo. *Distribuição de Renda e Desenvolvimento Econômico no Brasil*. Rio de Janeiro, Expressão e Cultura, 1973.
- JOHNSON, Chalmers. *MITI and the Japanese Miracle*, Stanford: Stanford University Press, 1982.
- KENNEDY, Peter. *A Guide to Econometrics*. Massachusetts: The MIT Press, 2003.
- KEYNES, J.M. *A Treatise on Money*, vols. I-II, New York: Harcourt, Brace and Co., 1930; também em MOOGGRIDGE, D.E (ed.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vols. 5-6, London: Macmillan, 1971.
- _____. “Alternative Theories of the Rate of Interest”, *Economic Journal*, June 1937.
- _____. *The General Theory of Employment, Interest and Money*, New York: Harcourt, Brace, Jovanovich, 1964.
- KIM, Kwan. “The Korean Miracle (1962-1980) Revisited: Myths and Realities in Strategy and Development”, Working Paper # 166, University of Notre Dame, November 1991.
- KINIGHT, F. *Uncertainty, Risk and Profit*. Boston, MA: Hart, Schaffner & Marx; Houghton Mifflin Company, 1921.
- KOREAN OVERSEAS INFORMATION SERVICE. *Economy – Korea Background Series*. Seoul: Korean Overseas Information Service, 1973.

- KRUEGER, Anne. "Trade Policies in Developing Countries" em *Handbook of International Economics*, vol., Edited By R.W Jones and P. Kenen, 1984.
- KUZNETS, Paul. *Economic Growth and Structure in The Republic of Korea*. London: Yale University Press, 1977.
- LAL, Deepak. *A Pobreza das Teorias Desenvolvimentistas*, Instituto Liberal, Rio de Janeiro, 1983.
- LANGONI, C. *Distribuição de Renda e Desenvolvimento Econômico no Brasil*. Rio de Janeiro. Expressão e Cultura, 1973.
- LESSA, C. *Quinze Anos de Política Econômica*. São Paulo: Brasiliense, 1981.
- LEVINE, ROSS. "Financial Development and Economic Growth: views and agenda", *Policy Research Working Paper Series*, 1678, The World Bank
- LINZ, Juan J. "The Future of an Authoritarian Situation or the Institutionalization of an Authoritarian Regime: The Case of Brazil" in LINZ, Juan e STEPAN, Alfred (Eds): *The Breakdown of Democratic Regimes: Latin America*. Baltimore: The Johns Hopkins University Press, 1978.
- LUNTIEL, Kul B. e KHAN, Mosahid. "A quantitative reassessment of the finance-growth nexus: evidence form multivariate VAR", *Journal of Development Economics*, vol. 60, pp. 381-405, 1999.
- LÜTKEPOHL, Helmut e KRÄTZIG, Markus. *Applied Time Series Econometrics*. United Kingdom: Cambridge University Press, 2004.
- MALAN, P. S. et al. *Política Econômica externa e industrialização no Brasil*. Rio de Janeiro: IPEA/INPES, 1977.
- MALKIEL, B.G. Efficient Market Hypothesis in *New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, Macmillan, 1992.
- MARTINS, Luciano. *Pouvoir et Développement Économique: formation et evolution des structures politiques au Brésil*. Paris: Éditions Anthropos, 1976.
- MCKINNON, R.I. *Money and Capital in Economic Development*, Washington, D.C : Brookings Institutions, 1973.
- MEDEIROS LIMA. *Petróleo, Energia Elétrica e Siderurgia: a Luta pela Emancipação, um depoimento de Jesus Soares Pereira sobre a Política de Getúlio Vargas*. Paz e Terra. 1975.
- MEIER, M. Gerald, SEERS, Dudley. *Pionners in Development*. World Bank & The Oxford University Press, 1984.
- MELLO, J. M.C. *O Capitalismo Tardio*, 4 ed. São Paulo: Brasiliense, 1986.

- MINISTRY OF RECONSTRUCTION. Republic of Korea. *Economic Survey*. Compiled and Published by Ministry of Reconstruction Republic of Korea, 1959.
- MINSKY, H.P. *Can It Happen Again? Essays on Stability and Finance*. New York: M. E. Sharpe. 1982.
- MONTEIRO FILHA, Dulce Corrêa. “A Aplicação de Fundos Compulsórios pelo BNDES na Formação da Estrutura Setorial da Indústria Brasileira: 1952 a 1989”. Rio de Janeiro: UFRJ/Instituto de Economia Industrial, 1994. Tese de Doutorado.
- NOLAND, Marcus. “South Korea’s Experience with International Capital Flows”, Working Paper 11381, *National Bureau of Economic Research*, Cambridge, May, 2005.
- ORENSTEIN. Luiz e Sochaczewski, Antonio Cláudio (1990). "Democracia com Desenvolvimento: 1956-1961 em *A ordem do Progresso*. Organizado por Marcelo de Paiva Abreu, Editora Campus, 1990.
- PATRICK, H. “Financial Development and Economic Growth in underdeveloped countries. Economic Development and Cultural Change”, 14, pp.174-189.
- REPUBLIC OF KOREA. *Korea at Work – Forthcoming Five Years of Development*. Economic Planning Board, 1961.
- _____. *Summary of the FIRST FIVE-YEAR PLAN 1962-1966*. Seoul, 1962.
- _____. *The October Revitalizing Reforms*. October, 1972.
- RESENDE, André: “Estabilização e Reforma” em *A Ordem do Progresso*, Organização de Marcelo de Paiva Abreu, Editora Campus, 1990.
- ROSTOW, W. (1974) - *Etapas do Desenvolvimento Econômico*. Zahar Editores. Rio de Janeiro. Cap. II.
- RODRIK, Dani. “Institutions for High-Quality Growth: What they are and how to Achquire them”, *Studies in Comparative International Development*, 2001.
- SCHUMPETER, J.A. *The Theory of Economic Development: An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest and the Business Cycle*. Cambridge: Harvard University Press.
- SHAW, E.S. *Financial Deepening in Economic Development*, New York: Oxford University Press, 1973.
- SIMONSEN, M.H. *Inflação: Gradualismo versus Tratamento de Choque*. Rio de Janeiro: APEC, 1970.
- _____. *30 Anos de Indexação*. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 1995.
- _____, e CAMPOS, R.O. (1974), *A Nova Economia Brasileira*. Rio de Janeiro: José Olympio, 1974.

- SKIDMORE, T. (1992). *Brasil: de Getúlio Vargas a Castelo Branco*. Rio de Janeiro: Paz e Terra.
- SOCHACZEWSKI, Antonio Claudio. “*Desenvolvimento Econômico e Financeiro do Brasil 1952-1968*”. São Paulo: Trajetória Cultural, 1993. Tese de Doutorado.
- STERN, Nicholas. “The Economics of Development: A Survey”. *Economic Journal*, Vol. 99. No. 397, Sep., 1989, pp. 597-685.
- STIGLITZ, J. “The Role of the State in Financial Markets”. *Proceedings of the World Bank Conference on Development Economics*, 1993, Washington DC: World Bank
- _____. “The Role of Financial System in Development: The World Bank Group”, presentation at the Fourth Annual Bank Conference on Development in Latin America and the Caribbean (CAC- ABCDE). *The World Bank* (www.worldbank.org), 1998.
- _____ and WEISS, A. “Credit Rationing in Markets with Imperfect Information”. *American Economic Review*, 71, June, pp 353-376, 1981.
- STUDART, Rogério. “O Papel do Sistema Financeiro no Financiamento e Funding da Formação de Capital na Teoria Keynesiana e uma ilustração através do caso brasileiro no período 1967-1976”. Rio de Janeiro, mimeo.
- _____. *Investment Finance in Economic Development*, London, 1995.
- SUH, Sang-Mok in CORBO, Vittorio (Ed.); SUH, Sang-Mok (Ed.). *Structural Adjustment in a Newly Industrialized Country: The Korean Experience*. Baltimore and London: The Johns Hopkins University Press – Published For The World Bank, 1992.
- SUZIGAN, W. (1975). *Industrialização e política econômica: uma interpretação em perspectiva histórica*, Ipea/Inpes, 1975.
- _____; PEREIRA, José Eduardo de Carvalho; de ALMEIDA, Ruy Affonso Guimarães. *Financiamento de Projetos Industriais no Brasil*. Rio de Janeiro: IPEA/INPES Relatório de Pesquisa n° 9, 1972.
- TAVARES, Maria da Conceição. *Da Substituição de Importações ao Capitalismo Financeiro*, cap. II. Rio de Janeiro, Zahar Editores, 1972.
- _____ e SERRA, José: "Além da Estagnação" em *Da Substituição de Importações ao Capitalismo Financeiro*. Rio de Janeiro: Zahar Editores, 1972.
- TOBIN, James. Financial Intermediaries in *New Palgrave Dictionary of Money and Finance*. Macmillan, 1992.
- TOLIPAN, R & Tinelli, A.C (org). *A controvérsia sobre a distribuição de renda e desenvolvimento*. Rio de Janeiro: Zahar, 1975.
- VERSIANI, F. R. e Barros, J. R.M: *Formação Econômica do Brasil: a experiência de industrialização*, São Paulo: Saraiva, 1977.

VILLELA, A. V e Suzigan, W. *Políticas de governo e crescimento da economia brasileira 1889-1945*. Rio de Janeiro: IPEA/INPES, 1973.

WADE, Robert. *Governing The Market*, 1990.

_____. "Lessons form the Asian Crisis". Paper for Asian Development Bank Annual Meetin, April 30. 1999.

WELLS, John. "The Difusion of Durables in Brazil and its Implications for Recent Controversies Concerning Brazilian Development, *Cambridge Journal of Economics*, I, pp. 259-279, 1979.

WHITE, Gordon (Ed.) *et alli. Developmental States in East Asia*. London: Macmillan Press, 1988.

WOO, Jung-en. *Race to The Swift: State and Finance in Korean Industrialization*. New York: Columbia University Press, 1991.

WORLD BANK. *The East Asian Miracle: Economic Growth and Public Policy*, Cap. 1, Oxford University Press, N.Y, 1993.

_____. *World Development Report*, Cap. 4 e 5, Washington, 1987.

WOO, Jung-en. *Race to the Swift State and finance in Korean Industrialization*. Studies of the East Asian Institute. New York: Columbia University Press, 1991.

ZYSMAN, Jonh. *Governments, Markets, and Growth Financial Systems and the Politics of Industrial Change*, cap. 2, 1983.

YOUNG SUN HA. "Nuclearization of Small States and World Order: The Case of Korea," *Asian Survey*, Vol. 18, No. 11, November 1978, p. 1142.

ANEXOS

**ANEXO A
SUMOC**

**ANEXO B
PRINCIPAIS MEDIDAS DA POLÍTICA CAMBIAL NO BRASIL
1948-1961**

**ANEXO C
ESCOPO DO SETOR FINANCEIRO COREANO**

ANEXO A

Em 1945, foi criada a Superintendência da Moeda e do Crédito – SUMOC - órgão responsável pelo controle e fiscalização da política monetária e cambial. Desta forma, no período que compreende os anos de 1945 a 1964, há uma divisão entre as funções típicas de um Banco Central entre a SUMOC e o Banco do Brasil, conforme demonstra a figura abaixo:

Conselho da Sumoc: Órgão Normativo

(Integrantes: Ministro da Fazenda, Presidente do BB, Diretor Executivo da Sumoc, Diretores da Cacex, da Carteira de Redescontos e o Presidente do BNDE)

Sumoc: Órgão de Controle e Fiscalização

Responsável pela Pol. Cambial, fixava o juro de redesconto, a percentagem dos depósitos compulsórios, autorizava a compra de ouro e divisas, dirigia a inspeção dos bancos, era quem requisitava ao Tesouro a emissão de papel-moeda.

Banco do Brasil

Operava a Carteira de Redescontos e a Caixa de Mobilização Bancária (emprestador de última instância). Órgão executor da Sumoc. Operava a Carteira de câmbio e a Carteira de Comércio Exterior (Cacex). Recebia arrecadação tributária e de rendas da União e fazia pagamentos em nome dela. Podia antecipar receitas fiscais (operações de crédito em nome do Tesouro). Fazia Compensação de cheques e era Depositário das Reservas Voluntárias dos bancos comerciais, além de ser o maior banco nacional.

Tesouro

Emitia Papel Moeda e Amortizava na Caixa de Amortizações.

ANEXO B

PRINCIPAIS MEDIDAS DA POLÍTICA CAMBIAL NO BRASIL 1948-1961

Antes da criação do Banco Central do Brasil, em 1964, a política cambial era o principal instrumento de política econômica. No que segue, fazemos um resumo das principais medidas adotadas no período 1948-1961.

- **1948-1953 – Contigenciamento de Câmbio (licenças prévias)**

Fase de implementação da indústria de aparelhos eletrodomésticos no Brasil.

Efeito Subsídio + Efeito Protecionista + Efeito Lucratividade → Estímulos à Indústria Doméstica.

- **1952 – Crise Cambial**

Causas: sobrevalorização do cruzeiro, crise da Indústria Têxtil de Algodão, expectativas de desvalorização (retenção de estoque), gastos elevados com fretes, defasagem entre a licença e a importação, retração das exportações de café, importação de trigo dos EUA (seca na Argentina). Pagamento de atrasados comerciais, baixo influxo de capitais autônomos.

- **1953: Lei do Mercado Livre (1953)**

Estabelecia incentivos para a entrada de capitais: taxa de mercado livre

- **Introdução do Sistema de Taxas Múltiplas de Câmbio.**

- **Instrução 70 da Sumoc**

Estabelecimento do monopólio cambial do Banco do Brasil e Regimes de leilão (fim do controle quantitativo de importações). Introdução das **PVC**, Promessas de Venda de Câmbio. Taxas oficiais de importação estabelecidas em 5 categorias de acordo com os critérios de essencialidade. Taxas para produtos exportados em duas categorias: “Café” e “Outros”.

- **Conta de Ágios e Bonificações**

Fonte de divisas para o governo, evitava emissão monetária. Considerado um instrumento para-fiscal.

Obs. 1: Instrução 70 desagradava aos industriais (aumento dos custos) e aos cafeicultores. A redução do crédito do BB também incomodava os empreendedores.

Obs. 2: A reforma cambial teve efeitos imediatos positivos sobre o BP, porém estes foram amortecidos pela fase depressiva que atingiu o setor exportador a partir de 1954 (queda do preço do café) → deterioração dos termos de troca.

Obs. 3: A crise do setor cafeeiro levou a uma queda de reservas e a piora do saldo do BP, a única saída era a entrada de capitais (importações são essenciais), daí a importância da Lei de Mercado Livre.

Obs. 4: Em 1954 foi estendido o tratamento cambial favorecido para além de energia, transportes e comunicação. Ficaram também favorecidas as chamadas “áreas prioritárias” (áreas de baixa rentabilidade como infra-estrutura, indústrias que requerem capital mínimo ou onde existem restrições tecnológicas).

- **1955 – Instrução 113 da SUMOC**

Permissão de importar sem cobertura cambial para equipamentos (entrava massivamente K sem alterar as divisas e portanto sem pressionar o câmbio). Foi um instrumento poderoso para atrair capital externo sem exercer pressão sobre a disponibilidade de divisas.

Reforma Cambial: Instrução 99 da Sumoc - 10 taxas – 5 para importação, 4 para exportação e Mercado Livre para operações financeiras.

- **1957: Nova Reforma Cambial**

Simplificação do sistema de taxas múltiplas, flexibilidade para o uso dos recursos de Ágios e bonificações. As 5 categorias de importação foram transformadas em três: geral (MP, Equip, bens sem similar), Especial (para bens cujo suprimento doméstico fosse satisfatório) e Preferencial (papel, trigo petróleo, fertilizantes e equipamentos) Exportações continuaram em 4 categorias e transações financeiras por taxa de Mercado Livre.

- **Criação do Conselho de Política Aduaneira (CPA)** – A partir de sua fundação, as tarifas para produtos importados passaram a ser fixadas em função de sua necessidade para o mercado nacional e da existência de produto similar fabricado no país. A reforma de 1957 estabeleceu engenhosos artifícios para compatibilizar a contradição latente entre a política de prover equipamentos importados a baixos custos e o desejo de estabelecer sua produção interna.

Quotas também eram utilizadas sempre que ficasse comprovada a incapacidade da indústria doméstica de prover o produto em quantidade suficiente + **Lei do Similar Nacional**

- **1959: Instrução 167 da Sumoc**

Exportações Manufaturadas liberadas para mercado livre

- **1959/Dezembro: Instrução 192 da Sumoc**

Transferiu todas as exportações para o mercado livre, exceto café, cacau, óleo cru e mamona em bagas.

- **Instrução 181 da Sumoc**

Liberou os fretes do controle de câmbio. Distorções da Reforma: Congelamento do câmbio de janeiro de 1959 a março de 1961 à taxa de cr\$100/US\$ enquanto a inflação aumentava em 80% → importações baratas

- **1961: Instrução 204 da Sumoc**

Unificação do mercado cambial e fim da Conta de Ágios e Bonificações. A justificativa para o fim da conta de Ágios e Bonificações foi a Inexistência de recursos compatíveis como o acúmulo de obrigações governamentais em divisas relativas a atrasados, ‘swaps’ e importações a câmbio de custo”. Solução: reescalonar a dívida externa e passar a vender o câmbio de custo pelo seu custo “realista”.

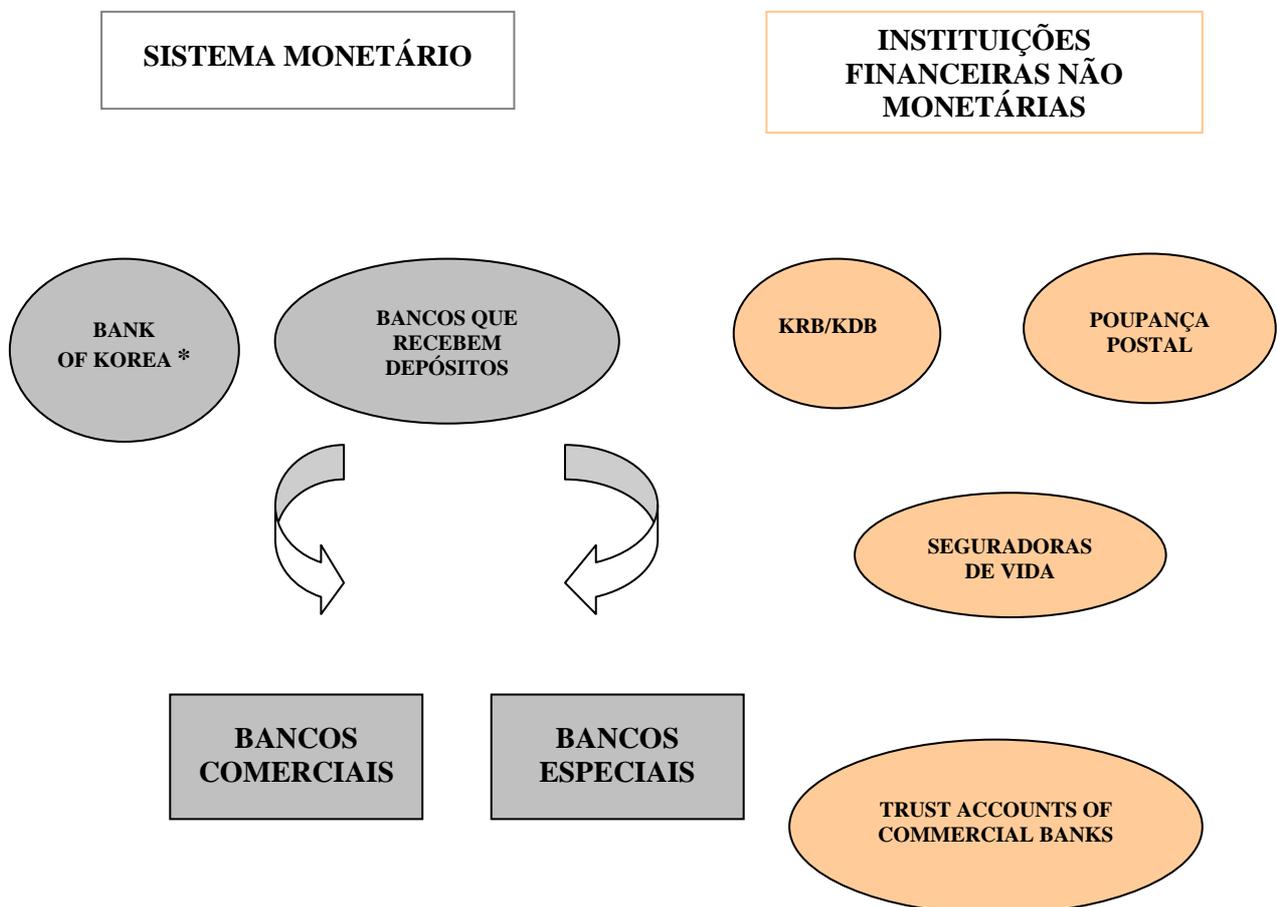
- **Instituição das Letras de Importação:** Os importadores ao comprarem suas divisas precisam depositar por 5 meses o valor em cruzeiros correspondente a importação recebendo às letras à importação.

- **Instruções adicionais da Sumoc (1961):** Retenção de US\$ 22 por saca de café exportada (o restante a ser comercializado pela taxa livre, desvalorizada). Fim do câmbio de custo. **Objetivos conter inflação e déficit do BP.**

ANEXO C

A ilustração abaixo mostra que a estrutura institucional financeira durante a Primeira República Coreana (1945-1960) e durante os anos 1960 era dividida em dois grandes grupos, de acordo com a classificação dada nas Contas Nacionais.

ESCOPO DO SETOR FINANCEIRO COREANO



(*) Inclui Fundo de Equalização Cambial e Conta junto ao FMI (Treasury IMF Account)