

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

**UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO**

**FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE**

**DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**

**A CRISE MONETÁRIA COREANA DE 1997**

**Sang Ik Lee**

**ORIENTADOR: Prof. Dr. SIMÃO DAVI SILBER**

**São Paulo  
2002**

Reitor da Universidade de São Paulo  
Prof. Dr. Adolpho José Melfi

Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade  
Prof. Dr. Eliseu Martins

Chefe do Departamento de Economia  
Prof. Dr. Carlos Roberto Azzoni

**UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO**

**FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE**

**DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**

**A CRISE MONETÁRIA COREANA DE 1997**

**Sang Ik Lee**

**ORIENTADOR: Prof. Dr. SIMÃO DAVI SILBER**

Dissertação apresentada ao Departamento de Economia da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo para obtenção do título de Mestre em Economia.

**São Paulo  
2002**

## FICHA CATALOGRÁFICA

Lee, Sang Ik

A crise monetária coreana / Sang Ik Lee.

-- São Paulo : FEA/USP, 2002.

p. 80

Dissertação - Mestrado

Bibliografia

1. Crises financeiras – Coreia 2. Economia I. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da USP.

CDD – 336.5

## AGRADECIMENTOS

Para a realização desta dissertação, várias pessoas colaboraram de forma significativa. Citar todos os nomes seria impossível; para essas pessoas serei sempre muito grato. Não obstante, preciso indicar aqui os professores que mais contribuíram para a elaboração deste trabalho.

O Prof. Flávio Saes leu e comentou versão anterior e nunca deixou de oferecer um diálogo sempre instigante.

O Prof. Dante Aldrighi sempre demonstrou atenção e cobriu este trabalho de críticas e sugestões preciosas.

O Prof. Simão Davi Silber foi o meu orientador. Na verdade, sem sua paciência e sua orientação sábia, teria sido impossível concluir esta dissertação.

Gostaria de agradecer do fundo do meu coração a todas as pessoas que possibilitaram a realização deste trabalho.

## RESUMO

Nos anos 90, a globalização criou um novo paradigma econômico, provocando rápidas mudanças no ambiente institucional. Desta maneira, a estrutura da política econômica adotada pelo governo coreano, desde o início dos 60, não condizia mais com a expansão de novos segmentos industriais – que caracterizam a Nova Economia.

Nesta última década, a Coréia aderiu à liberalização financeira de forma rápida demais, sem que suas estruturas estivessem aptas para absorver essas mudanças. Assim, o país subestimou a importância dos fatores que estavam embutidos na liberalização – sobretudo, da regulamentação financeira, de uma estrutura jurídica eficiente e das relações econômico-institucionais vigentes então.

Desta forma, a liberalização rápida mal conduzida do mercado financeiro e a obsolescência do modelo de crescimento coreano fizeram eclodir a crise monetária coreana.

## ABSTRACT

In the 90s, the globalization has created a new economic paradigm, causing quick changes in the institutional environment. In this way, the political economic adopted by Korean government, that has begun since beginning of 60s, no more was adherent with new industry segments of New Economy.

In the last decade, Korea has adhered to financial liberalization rapidly, without being prepared, id est, underestimating the factors were incorporated in liberalization, such, financial regulation, efficient legal structure and current economy institutional relation. Hence, the quick liberalization of financial market badly sequenced and the outdated Korean growth model came out to the Korean currency crises.

## Sumário

<b>Introdução</b> .....	01
<b>1. A Revisão Bibliográfica</b> .....	09
1.1 Os modelos de crise monetária .....	09
1.2 Os fatores externos da crise coreana .....	12
1.3 Os fatores internos da crise coreana .....	13
<b>2. A Crise Financeira</b> .....	16
2.1 A Liberalização do mercado financeiro .....	16
2.2 O desalinhamento do câmbio .....	21
2.3 O contágio e a consistência do fundamento econômico .....	23
2.4 A crise monetária no âmbito interno .....	34
<b>3. Fatores Internos (Estruturais e Conjunturais) Antes da Crise</b> .....	48
3.1 A obsolescência do modelo coreano de crescimento .....	48
3.2 A estrutura industrial nos Planos Quinquenais e a queda dos preços dos produtos de exportação .....	58
3.3 A economia de bolha .....	63
3.4 A estrutura financeira e a origem do endividamento das empresas e a governança corporativa .....	66
3.4.1 O sub-desenvolvimento do mercado financeiro .....	68
3.4.2 A inadequação da fiscalização financeira .....	70
3.4.3 O endividamento das empresas .....	71
3.4.4 A governança corporativa .....	76
<b>Considerações Finais</b> .....	78
<b>Bibliografia</b> .....	81

# Índice de Tabelas

<b>Tabela</b>	
2.1.1	21
2.2.1	22
2.2.2	23
2.3.1	25
2.3.2	26
2.3.3	27
2.3.4	31
2.3.5	32
2.3.6	33
2.3.7	33
2.3.8	33
2.4.1	35
2.4.2	37
2.4.3	39
2.4.4	40
2.4.5	41
2.4.6	42
2.4.7	42
2.4.8	43
2.4.9	44
2.4.10	44
2.4.11	45
2.4.12	46
2.4.13	47
3.1.1	51
3.1.2	51
3.1.3	53
3.1.4	56
3.1.5	57
3.2.1	61
3.2.2	62
3.3.1	63
3.3.2	64
3.3.3 Gráfica	65
3.4.1	69
3.4.2	71
3.4.3	72
3.4.4	72
3.4.5	73
3.4.6	73
3.4.7	74
3.4.8	75
3.4.9	77

## Introdução

Este trabalho trata da crise econômica que eclodiu em novembro de 1997 na Coreia do Sul. Logo no seu início, muitos acreditaram que a causa da crise era apenas uma questão conjuntural, decorrente da falta da credibilidade do sistema econômico coreano<sup>1</sup>. Assim, a crise supostamente teria começado com a falência em série dos oito grupos empresariais naquele ano<sup>2</sup>, deixando uma dívida total de quase 30 bilhões de dólares americanos, debilitando a saúde bancária. Desta maneira, quando a *Kia Motors* – que sozinha devia mais de US\$ 10 bilhões somente para o setor financeiro – quebrou, ela foi estatizada, suscitando muitas críticas e dúvidas em relação à política industrial dos países desenvolvidos<sup>3</sup>. Esses críticos alegavam, então, vários aspectos, que iam desde os subsídios até o próprio estilo coreano de gerenciar o setor industrial – enfim, aspectos que se referiam diretamente à própria dirigibilidade do país no que tange à sua economia. Logo em seguida, ainda durante a crise, o que era uma questão colocada em dúvida tornou-se a realidade, com a retirada de capitais estrangeiros, abalando a reserva cambial do país<sup>4</sup>, de modo que o país teve que pedir a ajuda financeira ao FMI em novembro de 1997.

Desta forma, um conjunto de fatores conjunturais – tais como a quebra de pequenos e médios grupos empresariais e a ameaça constante e sucessiva de quebra de outras empresas – resultou, na seqüência, em um número muito grande de títulos podres bancários, o que levou a não se ter confiança na economia. Isto, por sua vez, causou o rebaixamento de classificação das empresas que compunham a economia coreana, rebaixando concomitantemente a classificação do país. Tudo isso, com a crise do Sudeste

---

<sup>1</sup> Jomais coreanos, como o *Chosun Ilbo*, empresários coreanos e até o ministro da Fazenda de então – em entrevista concedida na época – achavam assim.

<sup>2</sup> Em 1997, 8 grupos empresariais faliram, totalizando uma dívida de 25 trilhões de won, equivalente a US\$ 30 bilhões, somente no que se refere ao setor financeiro. Em ordem cronológica; *Hanbo*, *Sammi*, *Jinro*, *Daenong*, *Kia*, *Ssang Bangul*, *Haitai*, *New Core* e *Halla*.

<sup>3</sup> Em 15 de julho de 1997, para a *Kia* não ir à bancarrota, foi feito um acordo com os credores que iria até 29 de setembro; no entanto, no dia 22 de setembro a empresa pediu a concordata, sem ter consultado nenhum dos credores, e quando a concordata foi deferida em 22 de outubro, o governo a estatizou, através do *Korea Development Bank*, pedindo, assim, a *Kia* sob jurisdição. Após isso, a retirada dos capitais externos começou a ocorrer de forma maciça.

<sup>4</sup> Só nos meses de novembro e dezembro daquele ano, os credores japoneses retiraram US\$ 7 bilhões, e entre agosto e novembro de 1997 o Banco da Coreia (BOK) gastou US\$ 12 bilhões no mercado à vista e US\$ 7 bilhões no mercado futuro visando defender a moeda coreana. O valor total da reserva cambial estava em tomo de US\$ 30 bilhões antes da crise (09/1997).

Asiático ao longo de 1997, fez precipitar a tendência de os investidores estrangeiros remeterem os dólares americanos para fora da Coreia, não renovando, assim, os créditos existentes.

Este trabalho procurará demonstrar as prováveis causas estruturais que, aliadas às conjunturais, levaram à crise econômica coreana na era globalizada. Com o fim da Guerra Fria em 1989, a globalização, sob a hegemonia norte-americana, tornou-se o sistema internacional vigente<sup>5</sup>. A disseminação da globalização através das idéias neoliberais – comandadas pelo governo de Washington no âmbito internacional – criou um novo paradigma econômico<sup>6</sup>, provocando rápidas mudanças no ambiente institucional.

Ao mesmo tempo, a estrutura da política econômica adotada pelo governo coreano – política econômica que começara com o primeiro plano quinquenal de desenvolvimento econômico (PQDE) em 1962 – não condizia mais com a expansão de novos segmentos industriais – que caracterizam a chamada *Nova Economia*<sup>7</sup>.

Tentarei argumentar como, no contexto da crise econômica coreana, a estratégia do modelo coreano de desenvolvimento já não era a mesma desde o final de 80. A implosão da URSS, na segunda metade da década de 80, modificou todo o panorama mundial<sup>8</sup>. Até então, a Coreia, na geopolítica vigente, não recebia pressões para abrir o mercado local, devido ao mercado interno relativo e, também, à posição estratégica militar<sup>9</sup>.

---

<sup>5</sup> A globalização tem suas regras, lógica, estrutura e características próprias. A idéia motriz por trás da globalização é o capitalismo de livre mercado, isto é, quanto mais as forças de mercado atuarem livremente na economia e quanto mais a economia for aberta para o livre comércio e a livre concorrência, mais eficiente e próspera então será a economia.

<sup>6</sup> Este novo paradigma, convém assinalar, caracteriza-se pelas desregulamentações no mercado de trabalho e no setor financeiro. A indústria é baseada em conhecimentos, e a ocorrência da terceirização de atividades nas grandes empresas, nos últimos anos, estimulou o crescimento de pequenas e médias empresas devido ao aumento no grau de complexidade dos produtos, à maior eficiência em determinadas etapas do processo de produção e às deseconomias de escala. Com o advento da Nova Economia, as empresas utilizam cada vez mais a tecnologia de informação, barateando o custo da informação nos seus negócios, o que reduz custos e aumenta a produtividade de forma acelerada.

<sup>7</sup> A Nova Economia globalizante possui algumas características específicas importantes: diminuição das barreiras ao comércio e formação de blocos regionais; maior intensidade no uso da informação e do conhecimento; deslocamento em direção às atividades orientadas para o setor de serviços; e *downsizing* das grandes organizações, assim como fusões e alianças entre as empresas ante essa reestruturação. Esses fatores reduziram as oportunidades de emprego, motivando cada vez mais que as pessoas que estão fora do mercado de trabalho criem seu próprio negócio (Lakalka, 1997).

<sup>8</sup> A Coreia foi beneficiada pela geopolítica da Guerra Fria, na medida em que recebeu ajuda econômica e várias vantagens (como as de cotas) para exportar para os EUA. Mais importante foi o governo americano tolerar a política industrial que protegia o mercado interno.

<sup>9</sup> No âmbito externo, alguns fatores foram importantes a favor do sucesso econômico coreano a partir dos anos 60: 1) através de *Kennedy Round*, países adiantados baixaram a taxa de importação em torno de 30%, e

O crescimento econômico iniciado com os PQDEs fez aumentar a renda nacional<sup>10</sup>; ocorreu um *boom* de exportações, sobretudo no período de 1986 a 1989; a política de habitação (que criou a bolha econômica) incluiu o surgimento de várias novas cidades grandes – como Ilsan e Bundang. Aliados, esses três fatores principais fizeram crescer o mercado interno, tornando-o grande o suficiente para receber a atenção e a pressão americana para abrir o mercado coreano, já no final dos anos 80 e ao longo dos anos 90, criando um problema na estratégia de crescimento econômico voltado para o mercado externo, como consumidor. Para alcançar as metas da política industrial, até meados da década de 80, o governo fazia as restrições de consumo interno, visando assim aumentar a exportação e a poupança interna.

Desta maneira, no final dos anos 80, na Coreia, existiam um mercado interno relativamente grande, e uma bolha econômica com moeda local valorizada. Assim, já nos meados da década de 80, a estrutura sócio-econômica coreana estava assemelhando-se aos moldes das estruturas dos países mais avançados.

Nesse cenário novo de desdobramento de um novo tecido sócio-econômico, muitas empresas, então, deram mais ênfase ao próprio mercado local, criando seu dinamismo próprio de consumo e de indústrias correlatas, e de outros setores, mudando, desta maneira, o perfil da estrutura industrial, assim como o perfil sócio-econômico.

No começo das industrializações na década de 1960 até meados da década de 1980<sup>11</sup>, o governo criou um modelo de desenvolvimento próprio coreano, baseado na importação tecnológica selecionada, na desvalorização da moeda local, na mão-de-obra treinada e na injeção de capital para setores estratégicos através de empréstimos externos,

---

esses países toleravam quando os países em desenvolvimento praticavam a proteção de mercados internos; 2) a economia mundial cresceu bem durante décadas, absorvendo bem as exportações coreanas; 3) no mercado de capital internacional, através da técnica de investimento (*portfolio*) e de aumento de instituições financeiras multicacionais, as condições para tomada de empréstimos estavam relativamente fáceis; 4) o envio de militares coreanos na guerra do Vietnã em 03/1965; e 5) o reatamento de diplomacia com Japão, em 06/1965. Desse modo, o governo conseguia tomar empréstimos externos de forma relativamente fácil.

<sup>10</sup> A renda per capita em 1985 era US\$ 2.194, já em 1990, a renda per capita era US\$ 5.569.

<sup>11</sup> Segundo Rattner (1993), no contexto internacional, a atuação de corporações e conglomerados transnacionais, de forma poderosa, constituem as forças e as configurações mais importantes de produção, comercialização, desenvolvimento tecnológico e de transações financeiras. Eram e são ainda organizações construídas segundo padrões variados de integração horizontal, vertical ou de conglomeração, com capacidades potencializadas para tirar vantagem dos sistemas de propriedade, de técnicas de administração, de escalas de produção e das estratégias de internalização e/ou terceirização bem planejadas e executadas. Logo, sabendo disso, a Coreia do Sul cria os *Chaebols*.

garantidos pelo governo, para os *chaebols*<sup>12</sup>, visando assim o mercado externo<sup>13</sup>. Já na segunda metade dos anos 80, a estrutura industrial coreana, com o sucesso conseguido, perdeu seu sentido original e desviou-se, não mais para criar riquezas e sim para transferir riquezas para poucos<sup>14</sup>. Assim, com o passar do tempo, os fatores que correspondiam a boas intenções no começo da industrialização tornaram-se fatores negativos para uma economia que apresentava um mercado interno razoável<sup>15</sup>. Neste sentido, quando o governo dirige a economia dando privilégios para certos setores, os empresários, sob estas condições, naturalmente conferem mais importância à expansão, isto é, atentam mais ao poder discricionário do que ao desenvolvimento tecnológico<sup>16</sup>.

Então, no começo da industrialização – quando havia uma escassez de recursos – é formulada e desenvolvida uma estreita relação entre o governo e as empresas, relação que foi um fator positivo para planejar e realizar os planos quinquenais – é preciso ressaltar que havia uma confiança mútua<sup>17</sup> como base. Com o passar do tempo, essa relação transformou-se em um sistema no qual os dirigentes do governo e os empresários negociavam os privilégios – implicando, por exemplo, mais uma empresa num novo segmento da indústria com financiamento e impostos subsidiados com a garantia de mercado interno. Desta maneira, naturalmente, as empresas, ao invés de privilegiarem investimentos nas pesquisas tecnológicas<sup>18</sup>, competindo entre si, agiam mais para estreitar uma boa relação com o governo, na intenção de conseguir mais privilégios, resultando assim na expansão desses grupos em vários setores, sem haver uma especialização do

---

<sup>12</sup> Os *Chaebols*, no começo da industrialização, eram uma criação do governo para criar “capital nacional”.

<sup>13</sup> Para promover as exportações, o governo usou instrumentos como seguro de exportação, créditos fiscais e ajuda no financiamento.

<sup>14</sup> Com o crescimento rápido experimentado então, a Coreia do Sul sofreu mudanças de valores na trajetória da sua industrialização. Assim, o poder e a influência dos conglomerados estreitaram-se paulatinamente com o governo, não mais tanto objetivando melhorar a política industrial ou a tecnológica – isto é, a questão da eficiência da alocação de recursos passou a ser uma questão não primária. Diferentemente, ao invés disso, a principal preocupação por parte da relação dos conglomerados com o governo passou a ser o destino e o uso destes recursos – para privilegiar para si a política industrial ou as regulamentações do governo sobre a economia.

<sup>15</sup> O uso das regulamentações, que era um fator positivo para proteger as indústrias nacionais no começo da industrialização no começo dos anos 60, perdeu seu sentido original com o passar do tempo na década de 90, começando, então, a tornar-se um fator negativo para o crescimento econômico e também instrumento de políticos para *crony capitalism* coreano.

<sup>16</sup> Ver Tanzi (1998).

<sup>17</sup> Um alto grau de confiança, isto é, mais certeza na economia, chamava mais investimentos pelos empresários que por vez criava mais liquidez, criando assim um *boom* econômico.

<sup>18</sup> No sentido de tornar-se *investment-driving* para *innovation-driving*.

grupo. Isso contrariava frontalmente as tendências mundiais no setor econômico nas décadas de 80 e 90, segundo as quais as empresas, através das fusões e aquisições, almejavam mais escala e especialização.

Paralelamente, desde o começo dos anos 90, a Coreia perdeu a vantagem comparativa no segmento industrial (onde a mão-de-obra era o fator fundamental) para países mais recém-industrializados. Internamente, devido ao aumento real e nominal (em US\$) dos salários dos trabalhadores, sem que houvesse um aumento correspondente da produtividade. Além disso, pela lei, os trabalhadores não podiam ser demitidos: a legislação trabalhista estabelecia uma série de privilégios para os trabalhadores<sup>19</sup>, incluindo a lei que estabelecia emprego vitalício.

Assim, no que se refere aos segmentos industriais que requeriam o uso da alta tecnologia, as poucas empresas coreanas que possuíam esse tipo de tecnologia tinham como concorrentes as empresas multinacionais de porte, que já possuíam tradições nos segmentos, além de possuírem um nível de tecnologia geralmente superior às empresas coreanas, sendo líderes do segmento no mercado mundial<sup>20</sup>.

Externamente, o yuan, a moeda chinesa, desvalorizou-se em relação ao dólar americano cerca de 55% em 1994. Além disso, a moeda japonesa, o yen, entre 1995 e 1997 depreciou-se em torno de 35% em relação à moeda americana. Como o won, a moeda coreana, estava informalmente atrelada ao dólar americano. A desvalorização do yen afetou sensivelmente as indústrias exportadoras. O governo de Kim, Young Sam (mandato de fevereiro de 1993 a janeiro de 1998), embora estivesse ciente das dificuldades das situações econômicas coreanas, em vez de fazer a política industrial de quinquênio como tinha planejado e pronunciado publicamente no início do governo, deixou o plano só no papel. O presidente preferiu aderir à globalização financeira arquitetada em Washington, sem entender que antes de aderir à globalização, o país precisava estar preparado para atender o novo paradigma e novos setores industriais, reformando setores ineficientes – tais como o

---

<sup>19</sup> Exemplo dessa relação entre empresas e trabalhadores é a *Kia Motors*: a *Kia* apresentava três anos consecutivos de prejuízos; mesmo assim, em 1996, o sindicato dos trabalhadores reduziu de 42 horas para 41 horas de semana de trabalho, sem que houvesse um aumento correspondente da produtividade; no mesmo ano, apesar de ter prejuízo, a empresa concedeu 200% de bonificação a mais para gerentes.

<sup>20</sup> Por serem retardatárias nos setores onde iniciavam, as indústrias coreanas sempre começavam com um *gap* considerável. Por exemplo; a indústria de semicondutores, que representa *innovation driving*, só nasceu no começo da década de 80, e praticamente durante essa década só absorveu os investimentos. Ver Canuto (1994).

sistema financeiro, o sistema da estrutura de trabalho e o sistema de fiscalização do setor bancário – e desregulamentando vários setores – como o de trabalho, financeiro, etc. Assim, ao adotar de forma rápida as idéias da globalização, o governo fez a “destruição criadora” na mesma estrutura, sem dar a sinalização suficiente para criar outra estrutura econômica no lugar da antiga. Deste modo, *Seguehwa* (globalização, em coreano) passou a ser o lema do seu governo.

Então, uma vez que o novo paradigma tinha mudado as variáveis da competitividade<sup>21</sup>, a Coreia precisava de ajuste, isto é, de um novo modelo de crescimento próprio. Surgiram novos segmentos industriais que não se enquadravam na estratégia antiga traçada pelo velho modelo de crescimento, baseado em grandes empresas e no sistema de emprego vitalício. Ao longo desse processo de industrialização iniciado nos anos 60, era preciso criar as pequenas e médias empresas (P&M)<sup>22</sup> para equilibrar a estrutura industrial; o governo, até então, só tinha privilegiado as grandes empresas. Se, antes, o nascimento dos *chaebols* era a resposta do governo para concorrer com as grandes empresas multinacionais, então tornou-se necessário criar as P&M, devido à sua capacidade de desenvolver produtos complexos, incluindo sobretudo o uso da informática, como empresas competitivas na Nova Economia global.

Como o ajuste seria muito doloroso – uma vez que todo ajuste exige um grau de sacrifício do povo, como demissões –, o presidente recém-empossado, sob o encanto da globalização, agia, externamente, como se a Coreia já fosse um país desenvolvido; internamente, ele ignorou o ajuste, preferindo manter o desemprego e a inflação artificialmente baixos com a taxa de câmbio valorizada. O resultado direto desta política econômica foram quatro anos consecutivos de déficit na conta corrente, totalizando US\$ 43 bilhões: só no ano de 1996, o valor do déficit chegou ao montante de US\$ 23 bilhões, que foram cobertos pelos investidores e pelos empréstimos estrangeiros – em grande parte, de curto prazo.

O governo barganhou a admissão (obtida em 12/12/1996) na *OECD* em troca da liberalização mais rápida do mercado financeiro, sem que o país estivesse devidamente

---

<sup>21</sup> No âmbito externo, com a flexibilização ocorrida no mercado de trabalho e com a aplicação das tecnologias, a eficiência econômica aumentou. E, no que tange a compra de tecnologia, não era mais possível licenciar tecnologias, devido às mudanças ocorridas na estrutura industrial internacional.

<sup>22</sup> Doravante, P&M.

preparado para esta liberalização financeira, uma vez que a existência dos bancos coreanos só era justificada para auxiliar a industrialização do país, isto é, o setor financeiro não tinha se desenvolvido suficientemente e o país não tinha noção do que era uma indústria financeira.

Então, a liberalização rápida não preparada do mercado financeiro implicou a mudança brusca nos *modus operandi* do mercado financeiro, fazendo, assim, ruírem os pilares da política industrial vigente, que consistiam basicamente em estratégias de recursos dirigidos e na centralização da produção dirigida sob a orientação do governo para determinadas empresas visando à economia de escala.

Assim, a introdução desses novos *modus operandi* no mercado financeiro barateou o custo do capital, enquanto o afluxo de capital em dólar continuava, tornando acessível o capital. Com poucos critérios para tomadas de créditos, o governo, além de terminar perdendo o controle dos créditos, provocou direta e indiretamente os créditos podres bancários.

Com a fácil obtenção de capital relativamente barato e sem uma política industrial definida, os empresários tomaram créditos no mercado financeiro e investiram nas indústrias, implicando a criação de mais empregos<sup>23</sup>; no entanto, muitos destes investimentos foram direcionados para os setores que já possuíam algum grau de capacidade ociosa, gerando um excesso da capacidade produtiva instalada no país<sup>24</sup>, contrariando totalmente, assim, a estratégia que tinha sido adotada no começo da industrialização – que tinha pouca competição em setores especializados<sup>25</sup> –, criando a chamada competição destrutiva<sup>26</sup>.

Estes investimentos mal direcionados afetaram a economia de escala das empresas, uma vez que o mercado consumidor não correspondia à expectativa dos produtores. Deste modo, o custo tornava-se mais alto do que um “custo ideal” planejado pelos produtores.

---

<sup>23</sup> A oferta de mais empregos numa economia em pleno crescimento fez aumentar os salários. Como as empresas não podiam demitir legalmente, criava-se excesso de empregos nos outros setores da economia.

<sup>24</sup> O excesso de investimento na capacidade de produção nos setores de aços, petroquímicos e montadora de automóveis ainda persistem em 2002. .

<sup>25</sup> Porter, 1990.

<sup>26</sup> Um exemplo típico foi a permissão de entrada para a *Samsung Motors* na indústria automobilística, em 1995: na época, a indústria automobilística coreana já estava saturada e havia capacidade de produção ociosa em torno de 1 milhão de carros por ano.

O resultado disto foi que as empresas, que tomaram empréstimos para investir na produção, não conseguiam o lucro suficiente para pagar juros e muito menos a amortização do capital, comprometendo as empresas fiadoras de empréstimos do mesmo grupo empresarial, gerando, desse modo, mais créditos não-resgatáveis que terminariam, por fim, levando as financiadoras à bancarrota<sup>27</sup>.

Ainda no que se refere à abertura financeira, o governo manteve restrições aos investimentos de longo prazo, como a compra de empresas do país. No entanto, o governo retirou as restrições de empréstimos de curto prazo, deixando, assim, a economia vulnerável.

Além desses fatores, o declínio de preços de produtos verificado no mercado internacional em 1996 e 1997 ampliou ainda mais o déficit no balanço comercial<sup>28</sup>.

Em novembro de 1997, o governo pediu ajuda financeira ao FMI, que impôs várias condições para concretizar o auxílio; dentre várias condições, destacam-se: a flexibilização do mercado de trabalho; o fim das garantias cruzadas de empréstimos entre as empresas do mesmo grupo empresarial; a realização de balanço das empresas unificadas do mesmo grupo empresarial; o respeito à comerciabilidade do setor financeiro; a reformulação das leis de falência.

Em 1997, com a crise financeira, veio à tona uma série de problemas relativos aos fatores internos já acumulados, como o câmbio valorizado, o déficit comercial, o *crony capitalism*, os sistemas bancários mal administrados, o mercado de trabalho rígido, os altos salários, a extrema valorização de terrenos e imóveis, as taxas de juros altas etc. As consequências diretas causadas pela crise – como a implosão do mercado acionário e a alta taxa de desemprego, etc. – estão sendo resolvidas através da reestruturação industrial e da reorganização da economia.

---

<sup>27</sup> Quase todos os ativos podres do setor financeiro foram assumidos de fato pelo governo. Podemos dizer que nesse sentido a alta alavancagem feita pelos *chaebols* tinha por trás o mecanismo de *moral hazard* (Krugman, 1998).

<sup>28</sup> A concentração em poucos itens de produtos exportados, devido ao processo histórico da industrialização do país, deixava a economia vulnerável à mudança do cenário econômico internacional.

## 1. A Revisão Bibliográfica

### 1.1 Os modelos de crise monetária

Krugman (2001) assinala que não há definição formal universalmente aceita de crises monetárias, mas sabemos reconhecê-las quando nos defrontamos com uma delas. Sua característica principal é uma espécie de lógica circular: os investidores fogem de uma moeda porque temem que ela possa ser desvalorizada, e muitas pressões (embora não necessariamente todas) para a desvalorização provêm precisamente dessa fuga de capitais.

A noção de que as crises monetárias possuem uma natureza circular, em que as expectativas de desvalorização tornam mais provável essa desvalorização, tem provocado, desde 1979, uma crescente preocupação com essa característica circular intrínseca às crises. No âmbito acadêmico, esta preocupação concentra-se, basicamente, na busca de respostas a algumas questões envolvendo o fenômeno das crises financeiras: o que dirige as crises? Através de que canal a especulação contra uma moeda torna provável a desvalorização desta moeda?

Neste sentido, Krugman (1979) formulou o que é denominado “primeira geração de modelo”: na tentativa de manter a paridade de sua moeda em relação a uma referência externa (uma relação fixa envolvendo uma outra moeda ou, então, uma cesta de moedas)<sup>29</sup>, um governo pode exaurir suas reservas cambiais e/ou restringir o seu acesso às fontes externas de financiamento. Quando, em função das crescentes restrições de financiamento, o governo não é mais capaz de defender a paridade, ocorre então uma “crise” no balanço de pagamentos.

A eclosão da crise seguiria, assim, um padrão usual. Ante a impossibilidade de manter a paridade vigente, a reserva cambial começa a declinar. Antes que a mesma seja extinta, há um ataque especulativo repentino que rapidamente elimina o último resto da reserva – tornando, assim, o governo incapaz de defender a taxa de câmbio.

O próprio Krugman reconhece que a análise do modelo de primeira geração é sujeita a duas grandes limitações: a simplicidade do modelo macroeconômico e a existência

---

<sup>29</sup> Esta postura, via de regra, encobre o receio de um crescimento abrupto da inflação doméstica. Assim, o *policy maker* tende a postergar a flutuação – agravando os custos a serem incorridos pela nação.

de dois ativos disponíveis<sup>30</sup>. No entanto, os governos, efetivamente, têm muito mais liberdade de ação do que os modelos econômicos permitem.

Assim, surgem os modelos de segunda geração, que enfatizam os problemas de política macroeconômica. Neste conjunto de modelos, um governo é capaz de defender uma taxa de câmbio fixa indefinidamente<sup>31</sup>. Entretanto, se o custo de defesa é maior que o custo em termos da credibilidade ou das conseqüências políticas de abandonar a defesa, pode-se decidir deixar a moeda flutuar.

Nesse caso, uma crise cambial pode acontecer em função das dúvidas sobre a disposição do governo em defender a paridade. De fato, a crescente incerteza dos agentes força a autoridade monetária a promover um aumento nas taxas de juros. A necessidade de manter as taxas de juros elevadas, por sua vez, aumenta o custo de defender a paridade – reforçando as expectativas de insustentabilidade de longo prazo. O processo prossegue em um círculo vicioso e crescente até que se torne inaceitável e o mercado deflagre um ataque especulativo.

Entretanto, as crises dos mercados emergentes de 1995 e 1997 não parecem se ajustar à lógica da primeira ou da segunda gerações – nestes modelos, as crises eram pensadas como eventos monetários com poucas conseqüências reais. Afinal, de acordo com os modelos de segunda geração – que enfatiza o ganho macroeconômico da desvalorização cambial –, o desempenho da economia real poderia melhorar em seguida a um bem sucedido ataque especulativo: desta maneira, desvalorizar ou fazer flutuar uma moeda dá ao governo liberdade de seguir políticas mais expansionistas. Mesmo assim, as crises monetárias da América Latina e da Ásia foram seguidas por severas recessões.

Por sua vez, o modelo de terceira geração, tal como formulado por Calvo, pretende completar esta lacuna. Este modelo concentra-se nas questões que envolvem os intermediários financeiros e os efeitos de liquidez. Dentro do modelo da terceira geração, então, tais crises surgem como reflexos de corridas bancárias que se manifestam através do mercado de câmbio.

Quais foram as causas da crise financeira na Coréia? A resposta a essa pergunta depende, de forma crucial, do modelo de crise cambial que melhor se ajusta a este evento.

---

<sup>30</sup> Ante a existência de mercados futuros, a hipótese que o governo consegue regular a cotação mediante intervenções no mercado à vista é, no mínimo, simplista.

<sup>31</sup> Por exemplo, através do hábil manejo das taxas de juros.

No campo acadêmico, há duas formulações principais. A primeira, liderada por Krugman<sup>32</sup>, argumenta que os países mais atingidos, entre eles a Coreia, tinham fraquezas fundamentais que selaram seus destinos<sup>33</sup>. A segunda linha, liderada por Jeffrey Sachs, argumenta que a crise foi basicamente provocada por um pânico<sup>34</sup>, no qual os investidores correram para a saída porque todo mundo estava correndo para a saída<sup>35</sup>.

Parece correto dizer que a opinião acadêmica vem oscilando bastante acentuadamente em direção à visão das crises auto-realizáveis (Krugman, 2001), principalmente por causa do fenômeno do contágio: uma crise em um país parece capaz de deflagrar uma crise em outro país, mesmo quando as ligações econômicas são pequenas<sup>36</sup>.

Embora haja uma disputa crítica a respeito dos fatores determinantes da crise coreana, a visão comum é que vários fatores-chave atuaram simultaneamente. Os países tinham vulnerabilidades internas graves, que incluíam sistemas bancários débeis<sup>37</sup>, moedas supervalorizadas e montanhas de empréstimos de curto prazo em dólares e outras moedas estrangeiras<sup>38</sup>.

Ante essas falhas nos fundamentos, os investidores entraram em pânico e iniciaram uma retirada de seus investimentos freneticamente – secando a reserva cambial nesses

---

<sup>32</sup> Krugman (1994) argumentou que a rápida expansão era insustentável porque ela tinha sido baseada na expansão de *inputs* e não em ganhos de eficiência. Desta forma, uma vez que as fontes de expansão de *inputs* fossem exauridas e a acumulação de capital chegasse no nível de países ricos, retornos decrescentes prevaleceriam, reduzindo, assim, bruscamente o crescimento.

<sup>33</sup> Nesse sentido, a argumentação do autor segue o princípio básico dos modelos de primeira geração: a crise decorre de falhas nos fundamentos econômicos.

<sup>34</sup> Em outros termos, Radelet e Sachs defendem que a Crise Coreana resultou de uma reversão de expectativas. Portanto, seria melhor descrita por um modelo de segunda geração. Os regimes cambiais que poderiam ter sobrevivido indefinidamente não fosse a reversão nas expectativas sobre a consistência macroeconômica de tal regime cambial – gerando, desta maneira, uma profecia auto-realizável.

<sup>35</sup> Trabalhando com a evidência econômica e com a aparente falta de sinais antecipados de alerta dos mercados financeiros, Radelet e Sachs enfatizam o aspecto gratuito da crise, “posto que nada na situação asiática garantia tal súbita reversão da sorte”.

<sup>36</sup> Para Krugman (1998), “a vulnerabilidade de algumas, não todas, economias asiáticas para contágio da crise tem sido surpreendente (...) é compreensível que houvesse contágio em Malásia, Indonésia e Tailândia por motivos de ligações diretas entre esses países e por serem competidores no mercado externo, mas a Coreia tem menor ligação direta com esses países e estruturalmente é um país de economia não baseada na mão-de-obra intensiva”.

<sup>37</sup> McKinnon e Pill (1996) discutem o papel das garantias implícitas dos empréstimos na geração de investimentos excessivamente arriscados. Deste modo, as crises monetárias são interpretadas como crises desse regime de risco moral: é o colapso dos investimentos que precipita o revés macroeconômico.

<sup>38</sup> O sistema bancário estava numa situação frágil em razão de vários defeitos inerentes: as empresas asiáticas tomavam empréstimos bancários demais, tomando empréstimos de curto prazo mas investindo em projetos de longo prazo.

países e gerando a queda das moedas locais. Assim, podemos analisar a crise cambial coreana em dois âmbitos, o internacional e o nacional.

No âmbito internacional, dois fatores principais foram indutores da crise cambial: a liberalização financeira<sup>39</sup> (criadora de uma estrutura de incentivos que estimulava a contração de passivos em moeda não doméstica) e as desvalorizações cambiais chinesa e taiwanesa<sup>40</sup>, cujas conseqüências podem ser mensuradas através dos efeitos do contágio.

No âmbito interno, fomentaram o aparecimento da crise fatores estruturais e conjunturais tais como: o câmbio valorizado e o aumento de déficit na balança comercial<sup>41</sup>; as dívidas externas de curto prazo; a debilidade na estrutura financeira<sup>42</sup> e a ineficiência da fiscalização financeira; o alto endividamento privado<sup>43</sup>; o *Crony Capitalism* e a governança corporativa; e, enfim, a bolha econômica.

Todos esses fatores também contribuíram decisivamente para a fragilidade da economia coreana.

## 1.2 Os fatores externos da crise coreana

Entre os fatores externos, a liberalização financeira assume uma posição central. Para Cho e Koh (1996), a liberalização do mercado de capital tornou-se uma tendência irreversível desde 1992. Então, o *modus operandi* baseado na centralização do crédito atingira níveis insuportáveis e um movimento na direção de uma maior liberdade de capitais, desde então, estava em curso.

Os riscos de tal liberalização eram facilmente perceptíveis já desde os seus primeiros estágios. Em função do diferencial de taxa de juros internos *vis-à-vis* com as

---

<sup>39</sup> As dívidas contraídas pelo setor privado, com a liberalização financeira, aumentou a dívida externa. Na suposição que a moeda local valorizaria ou pelo menos ficaria estável com contínuo influxo de moeda estrangeira, o setor privado, visando a arbitragem na diferença de taxas de juros interno e externo, contraiu mais empréstimos externos. Nesse sentido, setor privado não pensou na hipótese que a liberalização de capital poderia implicar a crise cambial e com isso poderia haver uma grande desvalorização da moeda local e conseqüentemente prejuízo grande com a desvalorização.

<sup>40</sup> A primeira erodiu a competitividade dos países do Leste Asiático, enquanto a última criou a expectativa da desvalorização da moeda coreana.

<sup>41</sup> A manutenção da moeda coreana, valorizada desde 1993 em relação às moedas dos países competidores, diminuiu a competitividade e deflacionou os preços de importados.

<sup>42</sup> Na estrutura financeira coreana haviam problemas estruturais como o afrouxamento na concessão de créditos, no sistema de fiscalização, etc.

<sup>43</sup> A falência das empresas altamente endividadas implicou as falências no setor financeiro.

taxas de juros internacionais, tal liberalização certamente atrairia um grande influxo de capitais e valorizaria a moeda coreana. O que, evidentemente, afetou a competitividade dos produtos coreanos nos mercados internacionais<sup>44</sup>.

No que tange ao impacto das valorizações, indubitavelmente estas produziram seus efeitos tanto no setor monetário quanto no setor produtivo acentuando a erosão da competitividade dos produtos coreanos.

De fato, a taxa de câmbio reflete não apenas a competitividade dos produtos nacionais (câmbio real) e/ou define o nível de preços internos dos bens *tradables* (câmbio nominal), mas também reflete um ativo na composição dos *portfolios* dos agentes.

Esta característica do câmbio acaba gerando um canal de propagação de crises muito mais veloz que os movimentos verificados no setor real da economia. Assim, o crescimento do risco sistêmico (contágio), mensurado através da correlação, entre países, da taxa de câmbio e algum outro agregado monetário<sup>45</sup>, levou a uma rápida fragilização dos sistemas financeiros. Subitamente, os passivos apresentaram um crescimento expressivo ao mesmo tempo em que os ativos eram deprimidos. Esse descompasso delineou uma ruptura. O fim da história é conhecido. Falências de segmentos inteiros dos mercados financeiros e a redução brusca de produtos dos países atingidos pela crise.

### 1.3 Os fatores internos da crise coreana

O aspecto intrigante da crise coreana refere-se à suposta solidez da economia coreana quando comparada com outras economias em crise. Entretanto, esta solidez era ilusória.

A ilusão estaria não nos aspectos macroeconômicos, mas sim evidenciada em termos microeconômicos. Uma visão oposta desta ilusão nos é fornecida por Burnside et al (1999). Estes autores ressaltam que, embora, contabilmente, não houvessem déficits, os mesmos, em termos econômicos estavam presentes.

---

<sup>44</sup> Na visão de Cho e Koh (1996), em uma economia voltada maciçamente para as transações externas, como a coreana, este movimento, certamente, conduziria a uma crescente instabilidade macroeconômica.

<sup>45</sup> No que se refere aos contágios, Baig e Goldfajn constataram um crescimento significativo do risco de contágio – mensurado através da correlação, entre países, da moeda e *spreads* de dívida soberana.

A análise dos autores trata basicamente da qualidade dos créditos e garantias contidas nos balanços do sistema financeiro coreano *vis-à-vis* os passivos. Logo, embora o comportamento das contas governamentais, em termos corrente, estivesse em níveis aceitáveis, os agentes tinham a exata percepção – face a questões de *moral hazard* – que o governo coreano iria resgatar o setor. Desta forma, o governo estaria fora de sua restrição orçamentária intertemporal.

E mais: a ilusão não se restringia apenas ao comportamento do setor público. O setor privado também apresentava crescentes restrições à continuidade da trajetória de crescimento. De fato, como assinalam Claessens et al., a rentabilidade medida pelo retorno real dos ativos era relativamente baixa na Coreia no período de 1988 a 1996<sup>46</sup>.

As diferenças de (mal) desempenho estavam ocultas pela manutenção das altas taxas de investimento, e, em consequência desta, pelo crescimento das vendas (receitas). A combinação de alto investimento e da baixa lucratividade relativa implicou em estrutura de dívida que não poderia ser amortizada dados os fluxos de receita vigentes. Deste modo, a necessidade de amortizar os financiamentos já existentes implicava a contração de dívidas cada vez maiores.

Este problema de um comportamento Ponzi por parte das firmas era agravado por dois descompassos: de moeda e de prazos. O descasamento de moeda derivava do diferencial das taxas de juros internos em relação às taxas de juros internacionais. Em função de um custo de captação menor, na suposição da manutenção da paridade cambial, gerava-se uma estrutura de incentivos de captação externa.

Outro descompasso importante verificado é o que ocorre entre os prazos de captação e o prazo médio de retorno de tais aplicações. De fato, os recursos eram captados no curto prazo e aplicados em investimentos de longa duração. Essas duas vulnerabilidades na estrutura financeira empresarial, desde o começo dos anos 90, foram fatores importantes na causa da crise financeira.

É necessário considerar, ainda, as falhas do governo e a captura das instituições por parte dos agentes privados. De fato, a Coreia, ao longo de todo o seu processo de

---

<sup>46</sup> Conforme Claessens et al (1998).

industrialização, fez uso de políticas industriais ativas, onde a participação do governo central era vital para se alcançar os objetivos desejados<sup>47</sup>.

Entretanto, com o passar do tempo, a complexidade dos novos processos – os quais solicitam critérios de avaliação mais subjetivos – criou uma estrutura de fiscalização inadequada. Neste sentido, abriu-se uma margem ampla para práticas “não equitativas”. Estas práticas acabaram por reverter a imagem da ação governamental de eficiência elevada na condução das políticas industriais. O que era um modelo de crescimento, tornou-se, com a crise, um exemplo de *crony capitalism* asiático<sup>48</sup>.

Krugman (1998) sugere que a crise asiática não encontra suas raízes em problemas de déficit fiscal (como no modelo de primeira geração) nem em reversões de expectativas (como nos modelos de segunda geração), mas sim de uma alocação ineficiente dos créditos bancários. A história da crise asiática seria, na verdade, a contrapartida de um mesmo movimento de expansão e contração.

Ainda na visão desse autor, as crises monetárias foram somente uma parte de uma crise financeira mais ampla. Esta crise tinha poucos vínculos com as questões monetárias.

Desta maneira, para entender o colapso, é necessário observar mais atentamente dois assuntos normalmente negligenciados: a função dos intermediários financeiros<sup>49</sup> e do *moral hazard* associado com tais intermediários, quando eles são fracamente regulados e dos preços de ativos reais tais como capital e terrenos. Estes e outros fatores – e em grande parte pela obsolescência do próprio modelo de crescimento, obsolescência decorrente do surgimento da Nova Economia no seu sentido mais amplo – acabaram por minar os fundamentos que garantiram a longa trajetória de mais de três décadas do modelo de crescimento coreano.

---

<sup>47</sup> Até meados de 1997, a economia coreana era considerada um dos melhores modelos de desenvolvimento econômico, no que concerne à política industrial intervencionista. Ver Amsden (1989).

<sup>48</sup> Kim (1998).

<sup>49</sup> Segundo Krugman (1998), muitos bancos coreanos tomaram empréstimos de curto prazo e emprestaram para financiar o que (na retrospectiva) foram investimentos muito especulativos de empresas altamente alavancadas. De fato, para recuperar a crise monetária, o governo, além de garantir as dívidas externas – após a crise cambial, as instituições financeiras estrangeiras para renovar e/ou conceder novos empréstimos além de cobrar o *spread* maior exigiram as garantias do governo coreano, transferindo o risco de moratória para o povo coreano, dessa forma, os bancos credores foram maiores beneficiários – assumiu uma dívida interna enorme, através das estatizações dos bancos e intervenção acentuada no setor financeiro.

## 2. A Crise Financeira

### 2.1 A Liberalização do mercado financeiro

Entre os traços singulares do cenário mundial nos anos 80, a tendência de uma maior liberalização financeira adquire uma relevância no âmbito econômico mundial<sup>50</sup>. Países industrializados, até então, por forte interferência na mobilização e alocação da poupança<sup>51</sup> passaram a abdicar, parcial ou integralmente, e em ritmos distintos, da prática destas políticas de regulamentação<sup>52</sup>. Aplicada a conjuntos heterogêneos de países<sup>53</sup>, a liberalização produziu, também, resultados distintos. As análises quanto aos resultados obtidos enfatizam o papel do *timing* de tais liberalizações como determinante do grau de sucesso obtido.

Os nexos causais associados a *timing* e sucesso são claros. Quanto mais intensas fossem as práticas de políticas de regulamentação, maiores os custos associados à reconstrução dos modelos econômico-institucionais vigentes em cada país.

Entretanto, o processo de globalização demandava respostas imediatas. A construção de um mundo globalizado exigia a remoção das restrições à livre circulação de bens e serviços. Neste sentido, o país que permanecesse isolado da globalização financeira estaria excluído das “vantagens” do novo paradigma financeiro. O caso coreano, assim como tantos outros, enfrentava um difícil dilema. Por um lado, as políticas de regulamentação haviam propiciado a construção da estrutura empresarial vigente. Por outro, havia o receio de perda das oportunidades potenciais que então se apresentavam.

---

<sup>50</sup> Segundo Kristoff et al (1999), Reagan começou a promover a idéia de livres fluxos de capital em outros países. Assim, Reagan declarou em 1985: “nossa tarefa é demolir barreiras ao comércio, ao investimento externo e ao livre movimento de capital”. E George Bush descreveu seu programa para a América Latina, a iniciativa das Américas, como um compromisso com “os mercados livres e o livre fluxo de capitais, fundamentais a obtenção de crescimento econômico e prosperidade duradoura”. A administração Clinton herdou essa agenda e a ampliou.

<sup>51</sup> Essas práticas incluíam a concessão de crédito subsidiado, administração das taxas de juros e controle dos fluxos de capital externo.

<sup>52</sup> Como nos lembra Aldrighi (1994).

<sup>53</sup> O espectro cobria desde os países membros da *OECD*, passando por países apresentando altas taxas de crescimento (por exemplo, Coreia e Malásia) e atingindo países que enfrentavam graves desequilíbrios macroeconômicos como aqueles do Cone Sul.

Para uma plena compreensão de tal dilema, é necessário retornarmos ao início do processo de industrialização coreano. Nos anos 60, o Estado coreano optou por uma estratégia de canalização dos recursos existentes visando superação do atraso econômico.

Esta superação seria obtida uma vez que fossem construídos grupos empresariais domésticos competitivos dentro do âmbito internacional. Em outras palavras, buscava-se resgatar o velho argumento, de List, da indústria nascente. Para tanto, era vital incentivar a constituição de grandes grupos empresariais. Estes grupos, que posteriormente viriam a ser denominados *Chaebols*<sup>54</sup>, deveriam explorar intensamente as economias de escopo e escala visando atingir escalas eficientes mínimas em âmbito internacional.

O problema da adoção e realização de tal estratégia residia na questão do financiamento. No início dos 60, quando a economia coreana era caracterizada por baixos níveis de poupança e de investimento e por mercados financeiros incipientes, o capital para investimentos era bastante escasso.

Neste contexto, a ação do Estado canalizando o crédito para o setor empresarial seria determinante para viabilizar o rompimento com o atraso e estimular o surgimento de inovações<sup>55</sup>. Desta maneira, o governo coreano, a época, optou-se pela captação de créditos externos e o repasse – através do sistema financeiro (estatal e privado) – aos setores designados pelo governo<sup>56</sup>.

Como, novamente, nos lembra Aldrichi, o Estado coreano, desde então, construiu uma estrutura financeira subordinada às exigências do crescimento econômico e *upgrading* industrial. Provedo políticas financeiras adequadas – tais como garantia de suprimento de

---

<sup>54</sup> *Chaebol*, em pronúncia coreana, e *zaibatsu*, em japonês, têm a mesma letra escrita no idioma chinês. No caso japonês, a estrutura de *zaibatsu* foi desmontada pelo comando militar da ONU, após a Segunda Guerra Mundial. O significado original de *zaibatsu* quer dizer rico ou riqueza. O significado contemporâneo: através de uma *holding company*, que foi subscrita pela família e/ou pelos parentes, esta controla várias filiais que atuam em vários segmentos, como grupo, com alto nível de domínio de mercado dos setores que atuam.

No caso coreano, *chaebol* é um grupo empresarial de grandes empresas que atuam em diferentes setores e é controlado pela família ou pelos parentes (Cf. Kim, 91). E *chaebol* também significa: grupo empresarial de grandes empresas que cresceu com apoio do governo sob multidirecionamento administrativo sob o domínio da família ou dos parentes.

A partir da década de 70, com o *boom* na área de construções no Oriente Médio e a política industrial que privilegiou as indústrias pesadas e químicas (HCI), os *Chaebols* conseguiram acumular capital e transformaram as suas empresas para cada setor como empresas que exercem monopólio. Com o acúmulo de capital e de influência, os *chaebols* conseguiram expandir-se para outros setores através das criações de outras empresas controladas (subsidiárias), através de estrutura de governança corporativa arranjada.

<sup>55</sup> Schumpeter (1982).

<sup>56</sup> Para Cho e Koh (1996), é bem conhecido que a taxa de juros reais de empréstimos bancários era subsidiada para os empresários, isto é, “mantida num nível bem abaixo da taxa de mercado pela controle severa na Coreia até a primeira metade dos anos 80”.

crédito, juros subsidiados e parceria implícita do Estado nos riscos dos investimentos – proporcionou o alongamento do horizonte temporal e incentivou que as firmas se engajassem em investimentos em setores com elevadas economias de escala e com grande potencial de *learning by doing*.

Sem tais políticas, dificilmente, estes investimentos se realizariam. Contudo, através de uma adequada distorção dos preços relativos, gerou-se a estrutura de incentivos que catalisaria o crescimento coreano no período 60-90.

Em meados dos anos 80, grande parte da estrutura empresarial havia atingido o almejado sucesso. O recurso às políticas financeiras de *targeting* industrial havia criado uma estrutura empresarial eficiente e integrada, em termos operacionais. Assim, a estrutura empresarial explorava, de forma intensa, as economias de escala e de escopo.

A nova estrutura coreana, madura e complexa, característica do início dos 80, ansiava, em função das novas demandas provocadas pelo rápido crescimento econômico e as alterações em curso no cenário internacional, por mudanças nas relações institucionais. Em particular, exigia – como condição necessária à continuidade do crescimento sustentado – a retirada dos controles governamentais sobre o sistema financeiro. À medida que a economia avançava em escala e diversificação, as práticas de crédito racionado e taxas de juros administradas tornavam-se cada vez menos eficientes. Neste sentido, havia uma necessidade urgente de reformar o setor financeiro para induzir uma melhor operacionalidade de alocação de recursos.

Assim, para McKinnon, a liberalização e a internacionalização financeiras constituíram um corpo de políticas que<sup>57</sup>, conjugando os seus efeitos, atenuaram, no curto prazo, os desequilíbrios gerados pela repressão financeira e gestaram um novo conjunto de relações entre o setor financeiro e o setor industrial que garantiu a este último as condições para enfrentar a acirrada competição dos mercados

As medidas, então implementadas, estavam norteadas pelo propósito de ampliar o ambiente competitivo e incluíam o afrouxamento das barreiras à entrada nos mercados financeiros e a flexibilização progressiva dos controles sobre as taxas de juros.

Como observa Aldrichi, os esforços direcionados para uma orientação de mercado no sistema financeiro expressariam, portanto, uma resposta aos problemas que permeavam

---

<sup>57</sup> Ao estimular um comportamento competitivo no núcleo do principal sustentáculo do programa coreano.

os setores reais e financeiros da economia e visavam a remoção de ineficiências que habitavam estes dois sistemas e a retomada do crescimento sustentado.

A luz dos escritos de McKinnon, os passos na direção de uma maior importância dos mecanismos de mercado, substituindo políticas de regulamentação caracterizadas por uma intensa administração dos preços, devem ser realizados com certa cautela.

Em particular, McKinnon vê com certa suspeição a liberalização dos influxos, pelo menos nos estágios iniciais, pois, sob certas circunstâncias (seja na forma de empréstimo em moeda, crédito de fornecedores, investimento direto, *portfolio* etc), o ingresso descontrolado de tais influxos, em quaisquer de suas modalidades, pode engendrar uma dinâmica própria nociva à economia.

Caso tais cuidados não sejam tomados, o autor adverte sobre os efeitos que a entrada de aportes volumosos de capital estrangeiro pode gerar: valorização do câmbio e postergação das reformas fiscal e financeira necessárias para o desenvolvimento econômico.

Apesar das advertências teóricas quanto à liberalização dos fluxos de capitais, o processo coreano de liberalização financeira se iniciou exatamente por este setor. Outro marco característico foi a condução lenta e gradual do processo de desregulamentação.

No tocante ao *timing*, o comportamento governamental não poderia ter sido distinto face à presença de um conjunto de práticas há muito enraizadas. O novo modelo demandaria uma completa reestruturação das relações institucionais vigentes e a substituição de algumas dessas práticas (como o elevado grau de alavancagem). Contudo, ao iniciar a liberalização pelo setor externo<sup>58</sup>, o processo assumiu uma dinâmica própria e restringiu o conjunto de políticas factíveis.

Em linhas gerais, esta liberalização estava centrada na concessão de maior liberdade de: 1) acesso das firmas locais aos recursos externos; 2) acesso dos investidores externos ao mercado coreano e 3) ação das financeiras locais (destacando, *merchant banks*). Estas

---

<sup>58</sup> Na visão de Cho e Koh (1996), o fato da liberalização ter se iniciado pelo setor de maior risco pode ser atribuído a questões associadas à influência de certos grupos de pressão. Investidores estrangeiros e empresas domésticas, interessados em explorar o grande diferencial de juros existentes entre os mercados coreano e internacional, passaram a demandar uma maior abertura do mercado coreano.

concessões começaram, então, a interagir e a gerar o núcleo dos fatores que culminaram na crise de 1997<sup>59</sup>.

O acesso das firmas locais aos recursos externos permitia-lhes explorarem o diferencial existente entre as taxas de juros praticadas nos mercados de crédito interno e aquelas praticadas nos mercados externos. Em termos microeconômicos, a diferença nas taxas de juros, já controlando os riscos associados, incentivava os agentes a tomar crescentes volumes para financiar suas atividades.

Quando as decisões em âmbito micro eram agregadas, o resultado macro era traduzido em um ingresso volumoso de recursos. O ingresso de tais capitais implicava na valorização da moeda coreana (won), resultando em um efeito de *feedback* sobre as decisões micro. De fato, a valorização cambial reduzia o valor (em won) a ser pago dos empréstimos captados no exterior pelas empresas coreanas. Criava-se, portanto, um incentivo à realização de novas captações. Não apenas para explorar a arbitragem entre as taxas de juros<sup>60</sup>, mas também para explorar o movimento de valorização cambial em relação à moeda internacional.

O acesso dos capitais externos ao mercado coreano, por sua vez, seguia uma lógica distinta. Embora a liberalização de tal acesso tenha sido feita simultaneamente à liberalização do acesso dos coreanos ao mercado externo, as restrições impostas, em cada um dos casos, eram diferentes.

A liberdade do investidor internacional no mercado coreano era vigiada<sup>61</sup>, ao passo que as restrições à captação eram bem frouxas. O acesso deste investidor restringia-se a certos mercados – em particular, o mercado de créditos. Mesmo enfrentando reduzidas opções de investimentos, o diferencial existente entre as taxas de juros e o movimento de valorização cambial garantia, a este investidor, uma elevada rentabilidade.

---

<sup>59</sup> O governo coreano tinha adotado um programa de liberalização gradual do mercado financeiro. Entretanto, como destaca Kim (1998), o processo foi acelerado visando alcançar, mais rapidamente, o ingresso coreano junto à *OECD*.

<sup>60</sup> Em 1996, o rendimento anual de títulos das empresas estava em torno de 12% na Coreia, que implicava aproximadamente 7% de taxa de juros reais ao ano, dado aproximadamente 5% de taxa de inflação anual. Sob estas circunstâncias, a Coreia era um mercado atrativo que não tinha sido suficientemente explorado. Conforme Cho e Koh (1996).

<sup>61</sup> Por exemplo, o controle das firmas coreanas por não-residentes era vedado, sendo possível apenas ter participações minoritárias. Essas restrições ao controle da propriedade restringia o volume de investimentos de longo prazo destinados ao país.

Novamente, tal como no caso anterior, criava-se uma estrutura de incentivos que reforçava o influxo de capitais<sup>62</sup>.

As vésperas da crise cambial, a Coreia, como os outros países do Sudeste Asiático, possuíam grande parte de seus passivos atrelados à moeda americana. Entretanto, as fragilidades não terminavam no excessivo grau de endividamento. Grande parte desses passivos eram de curto prazo. Retornaremos a este ponto quando da análise da maior liberdade de ação das financeiras locais e o papel desempenhado pelas mesmas no contágio.

Dívida de curto prazo/ dívida total				Tabela (2.1.1)
Ano	1992	1993	1995	1996
Dívida de curto prazo/ dívida total	43.7%	53.5%	57.8%	58.3%

Fonte: Daishin Economic Research Institute.

## 2.2 O desalinhamento do câmbio

A estrutura dos passivos não representava a única fonte de fragilidade da economia coreana às vésperas da crise. O motor da economia coreana, o setor exportador, apresentava claros sinais de fragilidade<sup>63</sup>.

Esta fragilidade derivava de alguns elementos básicos: a valorização do won, devido à liberalização financeira que implicou grande influxo, e a desvalorização das principais moedas asiáticas. Os elementos que induziram a valorização da moeda coreana já foram discutidos na seção anterior. Nos resta explicitar o impacto das desvalorizações asiáticas sobre a Coreia.

De fato, antecedendo as crises de 97, houve dois choques externos que influenciaram negativamente os setores de exportação coreano: 1) a desvalorização do yuan em 1994 e 2) a desvalorização da moeda japonesa em 1995<sup>64</sup>.

<sup>62</sup> Embora o governo restringisse o ingresso de fluxos de investimento diretos, havia um forte incentivo à captação de recursos de curto prazo.

<sup>63</sup> A valorização da moeda local implicava o aumento nominal de salários em US\$ e a perda da competitividade de produtos coreanos no exterior, contrariando o modelo de PQDE que usava a desvalorização da moeda para exportar nas décadas anteriores (ver Amsden, 1989).

<sup>64</sup> O acordo feito em 24 de abril de 1995 em Washington, para tentar promover uma valorização do dólar ante o yen – o yen foi desvalorizado em torno de 23% (ver tabela 2.2.1), para aliviar o risco de crise global naquela

A perda de competitividade decorrente de tais desvalorizações foi inevitável. No que tange aos países cuja base produtiva estava centrada em produtos intensivos em mão-de-obra<sup>65</sup>, a desvalorização da moeda chinesa foi letal.

Variação cambial	Tabela (2.2.1)							
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Yen/US\$	144.79	134.71	126.65	111.2	102.21	94.06	116.00	129.94
Yuan/US\$	4.78	5.32	5.51	5.76	8.61	8.35	8.31	8.28
Won/US\$	716.4	760.8	788.4	808.1	788.7	774.7	844.2	1415.

Fonte: Samsung Economic Research Institute.

Tailândia, Malásia, Coreia, Filipinas, Indonésia, nos anos anteriores à crise, tiveram déficits que chegaram a alcançar valores próximos a 9% do PIB<sup>66</sup>. Mesmo com déficits altos na conta corrente, esses países mantiveram suas taxas de câmbio de forma estável<sup>67</sup>. Os déficits eram, então, cobertos pela entrada de novos capitais<sup>68</sup>.

---

época – atingiu a Coreia, já que a moeda coreana estava informalmente indexada ao dólar. A Coreia do Sul já havia perdido alguma competitividade quando da desvalorização chinesa (em torno de 55% em relação ao dólar americano) em função da política de valorização do won. Esta valorização cambial não se restringia apenas à Coreia. Os resultados obtidos por Hong (1998) apontam para uma sobrevalorização das taxas de câmbio de 7 países asiáticos (Coreia, Cingapura, Hong kong, Indonésia, Malásia, Filipinas, Tailândia) estavam sobrevalorizadas em torno de 30 a 40% em relação à moeda japonesa na véspera da crise do Sudeste Asiático.

<sup>65</sup> Não por acaso, Tailândia e Indonésia, países cujas exportações estavam centradas em produtos altamente intensivos em mão-de-obra, foram os primeiros a sofrer os ataques especulativos

<sup>66</sup> Após a China ter desvalorizado sua moeda, o yuan, os déficits dos países em questão acentuaram-se mais ainda.

<sup>67</sup> Segundo Krugman (1997), *apud* Mundell, a visão tradicional da economia é que um país reduziria um déficit comercial mais facilmente, permitindo a desvalorização da sua moeda.

<sup>68</sup> Conforme Hong (1998), *apud* Furstenberg, é óbvio que pequenos países pesadamente endividado não seriam capaz de continuar levantar dívidas internacionais indefinidamente (na taxa de juro fixa, nem mesmo em na moeda de empréstador). A razão é que o risco do país aumenta como monte de pressão para retomar para um caminho de tomada de empréstimo sustentável. Os países haviam tentado manter suas taxas de câmbio atreladas de alguma forma ao US\$, tornando seus produtos cada vez menos competitivos no mundo à medida que o dólar valorizava em relação ao yen e marco alemão.

Balanço na conta corrente em relação ao PIB, (em %) entre 1989-1997.

Tabela (2.2.2)

Países	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
China	-1.3%	3.9%	4.3%	1.4%	-2.7%	1.3%	0.2%	0.9%	1.2%
Hong Kong	11.5%	8.5%	6.6%	5.3%	7.0%	2.1%	-3.4	-1.0%	-1.0%
Índia	-2.3%	-2.2%	-1.5%	-1.5%	-1.5%	-0.9%	-1.7	-1.2%	-1.1%
Indonésia	-1.2%	-2.8%	-3.7%	-2.2%	-1.3%	-1.6%	-3.4	-3.4%	-3.6%
Malásia	0.8%	-2.0%	-8.9%	-3.7%	-4.4%	-5.9%	-8.5	-5.3%	-5.9%
Filipinas	-3.4%	-6.1%	-2.3%	-1.9%	-5.5%	-4.4%	-4.4	-5.9%	-4.5%
<b>Coreia</b>	<b>2.4%</b>	<b>-0.9%</b>	<b>-3.0%</b>	<b>-1.5%</b>	<b>0.1%</b>	<b>-1.2%</b>	<b>-2.0</b>	<b>-4.8%</b>	<b>-3.9%</b>
Cingapura	9.6%	8.3%	11.2%	11.4%	7.3%	15.9%	17.7	15.0%	13.7%
Taiwan	7.6%	6.9%	6.7%	3.8%	3.0%	2.6%	1.9	3.8%	3.1%
Tailândia	-3.5%	-8.5%	-7.7%	-5.7%	-5.6%	-5.9%	-8.0	-8.0%	-4.6%

Fonte: UNCTAD.

Após a desvalorização da moeda japonesa em 1995 – o que afetou os setores de exportação taiwanense e coreano –, os países exportadores de produtos capital – intensivo – na região. No entanto, só a Coreia, devido à sua estrutura econômica e financeira, teve aumento de déficit na conta corrente de – 1.2% do PIB em 1994 para – 4.8% do PIB em 1996, criando um desequilíbrio no balanço da conta corrente. Enquanto que Taiwan manteve superávit na conta corrente<sup>69</sup>. Este desequilíbrio proseguiu até a véspera da crise cambial no Sudeste Asiático, assim, quando, em 97, após a crise cambial tailandesa, Taiwan desvaloriza, preventivamente<sup>70</sup>, 15,8% a moeda local em relação ao dólar americano, tornando a desvalorização do won inevitável<sup>71</sup>. Esta desvalorização atingiu a Coreia, criando a expectativa da desvalorização da moeda coreana<sup>72</sup>.

### 2.3 O contágio e a consistência do fundamento econômico

No âmbito externo, outro grande fator indutor da crise coreana foi, ainda, o fenômeno do contágio. Os mercados financeiros nacionais em crises transmitiram suas

<sup>69</sup> Convém ressaltar que a estrutura industrial em Taiwan é predominantemente de P&M e a liberalização financeira no país não foi da mesma intensidade dos países da região.

<sup>70</sup> Na época, Taiwan tinha reserva cambial em torno de 80 bilhões de dólares e mantinha a estrutura econômica que criava superávit no comércio internacional.

<sup>71</sup> A Coreia, ao contrário de Taiwan, estava tendo déficit no comércio exterior desde o começo da década de 90 e naquele momento estava perdendo a reserva cambial; assim, no mercado financeiro havia uma expectativa que a moeda coreana acabasse sendo desvalorizada em maior amplitude do que a moeda taiwanesa, e esta expectativa apressou ainda mais a crise cambial do país.

<sup>72</sup> Kim (1998).

instabilidades além de suas fronteiras. Entretanto, a intensidade de tais instabilidades foram transmitidas de formas desiguais, dependendo de país para país. Os efeitos do contágio estão diretamente vinculados à existência de regras bastante frouxas a respeito do controle sobre os capitais. De fato, quando analisamos os movimentos de capitais, verificamos que, até momentos antes da crise, a região era receptora líquida de imensos montantes<sup>73</sup>. Quais fatores explicam tais movimentos de ingresso e fuga de tais recursos? Por que motivos alguns países da região – ou participantes do mercado – puderam, afinal, sair ilesos do contágio desta crise financeira?

As respostas a essas questões dependem da dinâmica dos mercados financeiros. De fato, em um mercado altamente líquido, como o mercado de capitais internacional, diferenciais de taxas de juros tendem a ser arbitrados pelos investidores até que tais diferenciais, controlados pelos respectivos riscos, sejam exauridos. Neste sentido, o movimento dos agentes financeiros nos países asiáticos não foi diferente.

---

<sup>73</sup> Analisando a entrada de capitais nos *NIC's* verificamos crescentes ingressos no período de 1994 (US\$ 187,6 bilhões) a 1996 (US\$ 298 bilhões). Em 1997, contudo, constata-se uma reversão nesta tendência ao se reduzir tais ingressos a US\$ 229,3 bilhões. Esta reversão por si cria alguns graves problemas de liquidez nos *NIC's*.

O influxo de capital para 5 países: Indonésia, Malásia, Tailândia, Filipinas e Coréia.

Tabela (2.3.1)

Ano	1994	1995	1996	1997 <sup>e</sup>
Balanço na c.c.	-24,6	-41,3	-54,9	-26,0
<b>Entrada de capitais externos</b> (1)+(2)+(3)	<b>47,4</b>	<b>80,9</b>	<b>92,8</b>	<b>15,2</b>
Pelo setor privado (1)+(2)	40,5	77,4	93,0	-12,1
Investimento em ações (1)	12,3	15,5	19,1	-4,5
Invest. direto	4,7	4,9	7,0	7,2
Invest. <i>portfolio</i>	7,6	10,6	12,1	-11,6
Parte privada (2)	28,2	61,8	74,0	-7,6
Bancos comerciais	24,0	49,5	55,5	-21,3
Não comerciais	4,2	12,4	18,4	13,7
Pelo setor público (3)	7,0	3,6	-0,2	27,2
Órgãos internacionais	-0,4	-0,6	-1,0	23,0
Entre países	7,4	4,2	0,7	4,3
Empréstimo interno e etc	17,5	25,9	19,6	11,9
Reserva cambial, exceto ouro	5,4	13,7	18,3	-22,7

e = estimativa

(Em US\$ bilhões)

Fonte: Institute for International Finance, in Kim, 98.

Analisando a entrada de capitais no Sudeste Asiático, em 1994, o influxo de capital externo registrava 47,4 bilhões de dólares para 5 países. Dois anos mais tarde, em 1996, o valor de entrada subiu para 92,8 bilhões de dólares, verificando-se assim um aumento de 95%. Este aumento de influxo pode ser explicado pelos investidores, que visavam a arbitragem de câmbio, e pela taxa de juros. Vendo a tabela (2.3.1) acima, nota-se que o aumento de influxo de capital se deve mais a empréstimos (de US\$ 24 bilhões em 1994, passa para US\$ 55,5 bilhões em 1996) do que ao investimento em ações como investimento direto ou de *portfolio*.

Já em 1997, em vez de seguir a tendência de aumento do influxo como nos anos anteriores, houve um processo inverso e a saída total de capital foi US\$ 121 bilhões<sup>74</sup> – só no setor de privado a saída foi de US\$ 105,1 bilhões –, de modo que os bancos comerciais retiraram US\$ 21,3 bilhões, contrastando com o ano anterior que havia registrado o influxo de US\$ 55,5 bilhões.

Na década de 90, o Japão – tradicional investidor e intermediário financeiro no Sudeste Asiático –, no intuito de combater efeitos como os da bolha de 1989, reduziu de forma significativa a taxa de juros doméstica. Desta forma, criou-se, portanto, indiretamente uma diferença nas taxas de juros significativa para explorar arbitragens de juros e de câmbio entre Japão e países do Sudeste Asiático<sup>75</sup>.

Este movimento dos capitais japoneses era mais evidente nos demais países da região. Em todos os países da região, exceto na Coreia, os fluxos de capitais cresceram nos anos 90, embora com as diferenças de volatilidade.

Haveres internacionais de bancos estrangeiros: distribuição por países de origem em US\$ bilhões.

Tabela (2.3.2)

Países	Haveres por países/ Final de 95				
	Total	Japão	EUA	Alemanha	Outros
Indonésia	44.5	21.0	2.8	3.9	16.8
Malásia	16.8	7.3	1.5	2.2	5.8
Filipinas	8.3	1.0	2.9	0.7	3.7
Tailândia	62.8	36.9	4.1	5.0	16.8
<b>Coreia do Sul</b>	<b>77.5</b>	<b>21.5</b>	<b>7.6</b>	<b>7.3</b>	<b>41.1</b>

Fonte: Krugman (2001).

<sup>74</sup> A retirada de capitais acentuou-se na véspera da crise cambial nos países em questão, provocando mais problema de liquidez dos países que estavam na mira da (auto) profecia financeira pelos investidores estrangeiros e banqueiros. Usando conceitos de Kuhner um ambiente de elevação de risco pode ser descrito por duas importantes características: de um lado, investidores não são capazes de distinguir fundamentalmente entre devedores bons e não bons; de outro lado, investidores tendem a retirada acumulativa de seus fundos. Assim, devedores sadios como também não sadios não sobreviverão das saídas dos seus credores.

<sup>75</sup> Segundo Hong (1998), usando os trabalhos de (Frankel 1992; Frankel e Wei 1994) sobre interdependência econômica da região através de fluxo de comércio e (Kohsaka 1996) que investigou a função do Japão como o maior provedor de capital como também de um intermediário financeiro na Ásia Pacífica e estimou que o fluxo total de longo prazo do Japão atingiu seu pico de US\$ 192 bilhões em 1989. Ainda Hong, excepto Cingapura, o trabalho sugere que seis outros países têm mais mercado de capital integrado com Japão do que com EUA.

Tabela (2.3.3)

Haveres por países/ Final de 96					
Países	Total	Japão	EUA	Alemanha	Outros
Indonésia	55.5	22.0	5.3	5.5	22.7
Malásia	22.2	8.2	2.3	3.9	7.8
Filipinas	13.3	1.6	3.9	1.8	6.0
Tailândia	70.2	37.5	5.0	6.9	20.8
<b>Coréia do Sul</b>	<b>100.0</b>	<b>24.3</b>	<b>9.4</b>	<b>10.0</b>	<b>56.3</b>

Fonte: Krugman (2001).

Os valores investidos na região evidencia a crescente importância do investimento japonês nos mercados asiáticos - vide as tabelas (2.3.2) e (2.3.3). No entanto, o setor financeiro japonês, em meados dos anos 90, sofria as consequências diretas da bolha de 1989. Com o estouro da crise na Tailândia e também na Indonésia, como Krugman (2001) observa, “bancos japoneses subcapitalizados com pesada exposição no restante da Ásia sentiram as pressões sobre seus demonstrativos financeiros e contábeis, como resultado da crise emergente, e começaram a pedir de volta os empréstimos feitos anteriormente [...]”. Rebaixamentos por parte das principais agências classificadoras de risco levaram a novas rodadas de fugas de capitais”.

Criou-se, então, uma súbita remoção de capitais que não poderia ser realizada sem uma brusca queda nos valores dos ativos investidos que por fim levariam mais empresas às falências.

Essas falências, por sua vez, colocaram em xeque as intuições bancárias. Desta forma, diversos ativos bancários foram depreciados, gerando, assim, um descompasso entre ativos e passivos. Os fluxos projetados não mais se contabilizavam conforme o plano, e, conseqüentemente, os valores de tais investimentos foram redimensionados<sup>76</sup>.

Como assinala Krugman (2001), as falências das empresas financeiras, principalmente no caso tailandês<sup>77</sup>, e as preocupações com a saúde do setor empresarial, no

<sup>76</sup> As crises da Indonésia e Tailândia (07/1997) tiveram um forte impacto sobre a Coréia. Quando estas explodiram, as instituições financeiras internacionais diminuíram a participação dos ativos asiáticos e redimensionaram os volumes de investimento para a Ásia.

<sup>77</sup> O Banco da Tailândia realizou empréstimos superiores a US\$ 8 bilhões para as diversas instituições financeiras em apuros. Estes empréstimos, entretanto, não foram capazes de salvar o setor. Culminando com a falência de um dos maiores grupos: a *Financial One*. A oferta de hedge cambial, no mercado futuro, também fragilizou a credibilidade e as reservas cambiais posto que, embora não sendo capazes de exaurir a

caso coreano, motivaram uma fuga dos investidores. Estes almejavam reduzir sua exposição aos ativos, cujas vulnerabilidades tomavam-se claras. Criou-se, então, uma reação em cadeia, em que vários investidores atuavam para livrar dos futuros ativos podres, gerando diversos mecanismos de realimentação, e que acabou ampliando mais o pânico financeiro.

O movimento inicial de fuga dos fundos estrangeiros provocou uma forte pressão sobre o mercado de câmbio, levando a uma depreciação das moedas e a uma redução dos volumes das reservas internacionais nos países onde as fugas estavam se processando.

Paralelamente, à medida em que as moedas se depreciavam, os credores estrangeiros viam crescer a possibilidade de *default*. Em certo momento, esses credores passaram a exigir não apenas o pagamento das amortizações, mas também o resgate do principal, resultando em mais desvalorização das moedas dos países devedores.

O temor do não-pagamento fez interromper todo e qualquer fluxo de capitais, inclusive para as empresas em situação sadia. Esta rápida mudança nas condições de liquidez representou outro fator indutor das falências. Firms sólidas, porém com baixa liquidez, agonizavam. A rápida evolução foi reforçada por políticas desastradas<sup>78</sup>.

Para Baig e Goldfajn (1998), a evidência de contágio nos mercados de débito estrangeiro reforça a visão que havia pânico financeiro no princípio da crise asiática. De fato, não houve mudança significativa nos fundamentos dos países em questão que justificasse a retirada de US\$ 105 bilhões da região em 1997<sup>79</sup>.

E se a crise já era previsível e, mesmo assim, os investidores e banqueiros investiram o capital para nesta região – confiando no FMI, que era prestador de última instância, pelo fato histórico já ocorrido no México –, então os investidores e banqueiros cometeram *moral hazard*<sup>80</sup>. Por outro lado, se eles não tinham previsto a crise, eles foram

---

totalidade das reservas, colocou a autoridade monetária em xeque. O mercado dispunha então, pelo menos no curto prazo, de poder de fogo superior ao do banco central.

<sup>78</sup> Para uma rica exposição de tais falhas, ver Krugman (2001), pg. 159.

<sup>79</sup> Na visão de Radelet e Sachs (O Despontar da Crise Financeira do Leste Asiático), “a crise é um testamento dos defeitos dos mercados de capitais nacionais e sua vulnerabilidade a reversões repentinas da confiança dos mercados”.

<sup>80</sup> Veremos mais adiante em detalhe que além de o governo coreano assumir as garantias das dívidas contraídas pelo setor privado perante a comunidade financeira internacional. O governo assumiu dívidas com a taxas de juros mais elevadas, em média 20 pontos a mais, do que as vigentes para o setor privado.

co-responsáveis da crise ou, no mínimo, colaboraram para aumentar a crise, diminuindo empréstimos e retirando capitais<sup>81</sup>.

Na mesma linha, Radelet e Sachs assinalam diversas razões que fundamentam a hipótese de que a crise asiática também dispõe de substanciais elementos de pânico e socorro desordenado. Primeiramente, a crise foi pouco antecipada. Embora um reduzido número de participantes do mercado estivesse preocupado *ex ante*, a vasta maioria dos agentes econômicos não via as economias do Sudeste Asiático como bolha prestes a estourar.

Em segundo lugar, a crise envolveu consideráveis empréstimos a devedores que não estavam protegidos por garantias estatais, e tais empréstimos estão agora indo mal, em grandes números. Certamente, muitos devedores tinham garantias explícitas ou implícitas (ou pensava que tinham), mas um número substancial de bancos e empresas estritamente privados, sem qualquer seguro, estão agora em vias de falência.

Em terceiro lugar, a crise levou a uma interrupção do crédito bancário para empresas viáveis, especialmente por meio da falta de capital de giro para os exportadores. Em quarto lugar, o mercado reagiu muito positivamente a iniciativas que levassem credores e devedores conjuntamente para o socorro desordenado, na Coreia do Sul., por fim, os eventos desencadeadores da crise envolveram a repentina paralização dos fundos de investidores para a região, em vez de simplesmente levar a uma deflação dos valores ativos (embora os preços em queda de imóveis e ações contribuíssem para a crise, especialmente na Tailândia).

Para Burnside et al (1999), apesar da explicação preferida pelos *policy makers* (a crise asiática compreendida como resultado de uma auto-profecia<sup>82</sup>), a crise coreana não pode ser entendida sem o exame da política fiscal: a existência de déficits conduziu a uma

---

<sup>81</sup> No entender de Radelet e Sachs, “uma irônica similaridade entre as crises do México (1995) e da Coreia do Sul (1997) é que ambos os países associaram-se à *OECD* às vésperas de suas catástrofes financeiras. Há uma sugestão de explicação nesse fato caprichoso. Ambos os países entraram em colapso depois de um prolongado período de euforia de mercado [...] na Coreia do Sul, uma história de sucesso de longa duração da política industrial e o crescimento liderado pelas exportações culminaram na admissão do país no exclusivo clube das economias avançadas. Nos dois países, o colapso surgiu não por causa de um prolongado horizonte econômico obscuro, mas sim por causa de um eufórico fluxo de entrada de capitais que não poderia ser sustentado”.

<sup>82</sup> Radelet e Sachs (1998) também levam esta perspectiva em adição para argumentar que ações de FMI exacerbou a crise. Não é surpreendente que proponentes desta visão argumenta que o FMI deveria providenciar recursos para defender tais ataques predatórios e ajudar países saqueados reestabelecer das crises.

perda de reserva prolongada e ao abandono eventual da taxa de câmbio fixa. Esta visão nada mais reflete do que uma nova leitura dos modelos de ataques especulativos de primeira geração. Para articular esta visão, focalizam dois tipos de experimentos: um aumento de déficit fiscal que deve ser eventualmente monetizado; e uma taxa de câmbio fixa que é insustentável porque reduz receitas de senhoriagem do governo sem compensar ajustamento fiscal.

Ambos experimentos implicam que o colapso de taxa de câmbio é precedida pela existência de déficit e de níveis de débito crescentes. A explicação padrão para ataques especulativos tem uma óbvia desvantagem quando aplicada para Ásia: governos países que estavam em crise (Indonésia, Coréia, Malásia, Filipinas e Tailândia) estavam tendo superávit ou pequeno déficit<sup>83</sup>.

Essa evidência cai por terra quando introduzimos uma hipótese de expectativas racionais. De fato, embora as dívidas correntes fossem reduzidas, eram gigantescas quando considerados os montantes necessários para resgatar o falido sistema bancário destes países. A expectativa que esses futuros déficits (pelo menos em parte) seriam financiados pela receita de senhoriagem conduziu para um colapso dos regimes de taxa de câmbio fixo na Ásia<sup>84</sup>.

Entretanto, que razões motivariam os agentes a esperar tal comportamento por parte dos *policy makers*? A resposta a esta questão pode ser encontrada nas práticas coreanas do início dos anos 80. Nesse período, após os sucessivos revezes nos juros e no preço do petróleo, o núcleo dinâmico da economia coreana (o setor exportador) agonizava.

Esta maior debilidade, em função dos encadeamentos da cadeia produtiva, era transmitidos aos demais setores. O já elevado nível de endividamento das firmas, combinado com a queda das receitas, colocavam em xeque a sobrevivência das empresas e, dadas as relações do setor bancário com essas firmas, do próprio sistema financeiro.

Então, o governo coreano decidiu optar por políticas de redução da absorção (visando reequilibrar os desequilíbrios na conta corrente), poderiam reduzir ainda mais os fluxos financeiro destas empresas, elevando os riscos de insolvência e a probabilidade de

---

<sup>83</sup> Superávit fiscal na Coréia foi: 0.4% em 1995, 0.3% em 1996, - 0.5% em 1997 em relação ao PIB.

<sup>84</sup> Burnside et al (1999) monetizar a perspectiva de déficit e receber ajuda de agências internacionais é mais desejável que aumentar impostos ou diminuir compras governamentais.

uma crise generalizada envolvendo os setores industriais e financeiro<sup>85</sup>. Para reduzir tal exposição, o governo coreano coordenou, junto aos bancos comerciais, o saneamento de empresas debilitadas financeiramente<sup>86</sup>. Em troca deste salvamento, o sistema bancário contaria com benesses governamentais<sup>87</sup>.

Esta prática, durante os 80, gerou o agravamento da exposição dos bancos junto ao setor produtivo e, em termos de expectativas, a certeza de que, na presença de outro choque, o governo efetuará o devido resgate das instituições<sup>88</sup>. O aspecto importante na questão do déficit, então, é, não o seu valor corrente, mas sim o crescimento abrupto que o resgate aos principais grupos coreanos.

Tabela (2.3.4)

	Empréstimos não executados (% de todos empréstimos)	Créditos não executados (estimado)		
		% de base monetária	% do PIB 1997**	% de receita de governo central**
Indonésia	17	129.6	9.4	63.0
<b>Coréia</b>	<b>16</b>	<b>454.1</b>	<b>22.1</b>	<b>103.7</b>
Malásia	16	88.8	23.3	98.3
Filipinas	14	84.5	7.8	41.1
Tailândia	19	289.6	30.2	176.7
Hong Kong	4	91.6	6.6	33.6
Cingapura	4	35.0	4.4	11.8
Taiwan	4	26.8	6.0	50.0

Fonte: Corsetti, Pesenti e Roubini (1998a)

\* Indonésia e Coréia, expressos em trilhões da unidade da moeda local. Para os demais países em bilhões da unidade local da moeda

\*\* estimativas.

<sup>85</sup> A inadimplência das dívidas contraídas durante o período de expansão, revelava uma série de falhas na condução do crédito à produção, entre as quais destaca-se o descasamento temporal entre as captações (curto prazo) e empréstimo (*funding* de investimentos de longo prazo).

<sup>86</sup> World Bank, 1987, v. 1, p. 110., *apud* Aldrighi.

<sup>87</sup> Tais benesses incluíam redescontos subsidiados do BOK, permissão para operarem em novos serviços, isenção tributária nos ganhos de capital sobre garantias ofertadas pelas firmas insolventes, restrições na concorrência e desregulamentação financeira.

<sup>88</sup> Na visão de Krugman (1998), "em geral credores de instituições financeiras não receberam as garantias explícitas do governo. Entretanto a imprensa sugere que [...] bancos sul coreanos [...] acreditavam que eles seriam protegidos de risco. Além do mais essas crenças parecem ter sido a grande parte validada pela experiência [...] enquanto a Coréia pode ter direitos legais para declarar débitos de banco privado como um assunto privado e deixar *default* acontecer. No entanto na prática débitos bancários estavam sendo nacionalizados (na crise monetária de 1997)".

A análise dos dados (Corsetti, Pesenti e Roubini (1998a)) aponta para a relevância do percentual de empréstimos não executados como elemento indutor da crise. De fato, os países que mantiveram suas taxas de *default* em níveis toleráveis (em torno de 4%) conseguiram escapar aos ataques especulativos. Essas taxas de *default* e o volume total de crédito para empresas domésticas e instituições financeiras representaram uma primeira estimativa da dívida implícita total do governo.

Entretanto, estes números não incluíam todas as necessidades de aporte de recursos. Segundo o Acordo de Basiléia, a estrutura ótima dos passivos bancários situaria a participação do capital próprio (como proporção do passivo total) em torno de 8%. Assumindo este valor como uma referência, Burnside et al (1999), usando trabalho de J.P. Morgan (1998), calculam os montantes necessária para não apenas efetuar o pagamento dos créditos não-liquidados mas, também, restaurar o nível ótimo (8%) do capital do banco. Os valores encontrados por estes autores são apresentados na tabela abaixo.

Tabela (2.3.5)

<b>Estimativas de empréstimos não executados e requerimentos de recapitalização no pós-crise</b>				
	Indonésia	Coréia	Malásia	Tailândia
Empréstimos não executados				
% de empréstimo total	50	30	25	30
% do PIB	37.5	49.5	41.25	30
Recapitalização necessária (% do PIB)	30	30	22	30

Fonte: Burnside et al (1999).

Comparando com a tabela (2.3.4) com (2.3.5), percebe-se um aumento dramático na magnitude de empréstimos não executados em relação as estimativas de pré-crise. Aqui, Burnside et al assumem, como hipótese central, a tese de que o governo incorreria nos custos da recapitalização<sup>89</sup>.

Corsetti et al (1998 a) provêem novas justificativas para sustentar a hipótese de uma antecipação por parte dos agentes econômicos. Para investigar o assunto, analisaram dados mensais do mercado acionário de Coréia, Tailândia, Filipinas e Malásia e constaram um

<sup>89</sup> No contexto de uma crise bancária, a função de prestador de última instância impõe a absorção, pelo menos parcial, dos créditos podres do sistema financeiro combatido.

abrupto declínio no retorno do setor financeiro que se inicia bem antes da eclosão da crise. Baseado nesta evidência, concluíram que agentes privados desses países entenderam a potencialidade da frágil natureza de seu sistema bancário.

Tabela (2.3.6)

Mudanças de valores no setor bancário no mercado acionário (em %)				
	Pico	Crise	% de declínio de índice bancário	% de declínio índice bancário/ índice de manufatura
Coreia	03/08/1991	29/10/1997	67%	64%
Tailândia	04/01/1994	02/07/1997	92%	80%
Filipinas	17/02/1997	11/07/1997	34%	14%
Malásia	25/02/1997	11/07/1997	26%	8%

Fonte: Corsetti et all (1998 a).

De fato, em abril de 1998, na primeira reestruturação econômica, o governo coreano injetou 110 trilhões de won (equivalente 1/4 do PIB coreano e US\$ 85 bilhões) no setor financeiro. E o governo planejava colocar mais 50 trilhões de won para reestruturar o setor financeiro até final de 2001.

Injeção de capital público no setor financeiro (em trilhões de won) Tabela (2.3.7)

Bancos	Merchant Banks	Trusts	Seguradoras	Financiadoras	Etc
80.7	16.5	15.9	12.5	5	4.1

Fonte: Ministério da fazenda posição até 03/2001

A dívida interna, em trilhões de won, ( ) é apresentada como fração do PIB. Tabela (2.3.8)

	12/96	12/97	12/98	12/99(estimada)
Dívida oficial	49,77 (11.3%)	65,63 (14.5%)	85,66 (19.5%)	108,14 (22.3%)
Títulos garantidos <sup>90</sup>	7,61 (1.8%)	13,03 (2.9%)	71,95 (16.0%)	81,75 (16.9%)

Fonte: Ministério da fazenda.

<sup>90</sup> São títulos garantidos pelo governo que foram usados na reestruturação financeira.

## 2.4 A crise monetária no âmbito interno

Os fatores internos podem ser separados em dois grandes grupos: estruturais e conjunturais. Os fatores estruturais nos remetem a práticas de longo prazo, as quais implicaram na conformação existente. Os conjunturais, por sua vez, entrelaçam a estrutura forjada com base nas políticas de longo prazo com alguma súbita reversão dos preços relativos.

As falências em dominó dos grupos empresariais resultaram em créditos podres, abalando todo o sistema financeiro; por sua vez, as falências do setor culminaram a crise cambial-financeira no país. Aparentemente, os fundamentos macroeconômicos da Coreia eram melhores do que os dos países que tinham enfrentado a crise cambial. Entretanto, a economia coreana tinha problemas estruturais devidos à economia concentrada por *chaebols*<sup>91</sup> (este tópico será retomado mais adiante, no capítulo 3).

As falências seguidas de grupos empresariais, – como a estrutura da economia estava concentrada por *chaebols*, as falências dos grupos empresariais afetavam muito a economia coreana<sup>92</sup>–, e por conseqüente as instituições financeiras. À mesma época, as perdas ocorridas nas bolsas dos países sudeste asiático e mal investimento feito nos países estrangeiros na véspera da crise Sudeste Asiático pelo setor financeiro coreano, abalaram mais ainda a estrutura financeira do país<sup>93</sup>.

A criação dos grupos empresariais baseou-se em empréstimos bancários para alavancar capital devido à falta de capital no início e durante boa parte da industrialização. Desta forma, tomar empréstimo para começar um negócio tornou-se uma conduta normal entre empresários coreanos.

---

<sup>91</sup> Conforme Kim (1998), o problema estava em pior forma do que os dados macroeconômicos deixavam sugerir. A economia coreana é pesadamente concentrada em poucas indústrias, tais como eletrônica e petroquímica. A estrutura da dependência de exportação faz a economia muito sensível a choques externos.

<sup>92</sup> A Coreia usou o sistema financeiro para política industrial desde a década de sessenta. Assim, o setor financeiro até antes da crise financeira na Coreia exercia uma função auxiliar, não se tornou independente como uma indústria, diferentemente dos países mais adiantados, onde o setor, com o advento da mudança ocorrido na evolução do próprio capitalismo, tinha se tomado uma função principal da economia no sentido mais amplo.

<sup>93</sup> Segundo jornal coreano, *Chosun Ilbo*, estimou a perda de US\$ 5 bilhões só na Indonésia pelo setor financeiro coreano.

Investimentos em porcentagem em relação ao PIB de cada país (em média).		Tabela (2.4.1)
Países	1986-1990	1991-1995
China	27.9%	35.3%
Indonésia	26.3%	27.2%
Malásia	23.4%	39.1%
Filipinas	19.0%	22.2%
Coréia	31.9%	37.4%
Cingapura	32.4%	34.1%
Tailândia	33.0%	41.1%

Fonte: UNCTAD (1998).

No entanto, a estratégia de alavancagem das empresas – que foi um fator vital para rápida industrialização – aumentou significativamente de 332.7% em 1996 para 449,4% em 1997 em termos de dívida total dividida por capital<sup>94</sup>, ver tabela (3.4.8).

Com este alto endividamento, as empresas ficaram muito vulneráveis às mudanças cíclicas da economia e ao choque externo. Concomitantemente, a difusão de idéias neoliberais no âmbito externo não só influenciou e modificou o *modus operandi* na economia mundial mas também remodelou os procedimentos econômicos nos órgãos supra-nacionais (FMI, Banco Mundial etc), afetando o âmbito interno de cada país na sua aplicação da política econômica.

No entanto, a estrutura econômica coreana, no que tange à política econômica, ainda estava fortemente arraigada no outro modelo<sup>95</sup> – de intervenção – que começou na década de 60 com PQDEs e que continuou na década de 70 e 80, já nos anos 90, apesar da economia coreana apresentava não estar nos moldes anteriores<sup>96</sup>, devido às mudanças

<sup>94</sup> O alto endividamento das empresas fez baixar a classificação da soberania. Ver tabela (2.4.3).

<sup>95</sup> No ponto de vista de Kim (1998), embora a causa direta que engatilhou o pânico foi o aperto de liquidez, a economia coreana tinha construída na obsolência pela qual fez função mecanismo do pânico. O raiz de alguns problemas estava no intervencionismo do governo.

<sup>96</sup> Na segunda metade dos anos 80, a economia foi influenciada direta e principalmente por três fatores principais – a valorização do yen, o preço de petróleo em queda, a taxa de juros baixos –, a economia retomou um crescimento rápido através sobretudo do *boom* da exportação, da política habitacional e do investimento maciço até nos setores de indústrias que já estavam entrando na obsolência (indústria baseada na mão-de-obra intensiva) para padrão industrial coreano na época. Desta forma, os setores industriais e de serviços aumentaram as contratações, e a taxa de desemprego caiu para o patamar de 2% de P.E.A.. A nova relação de produção e avanço tecnológico – que poupa mão-de-obra na estrutura industrial – influencia fortemente a demanda de mão-de-obra no longo prazo. De modo geral, o uso da tecnologia avançada, que poupa o uso de mão-de-obra nas indústrias, tende a diminuir a criação de empregos. Entretanto, na Coreia, a pesquisa feita mostra resultado oposto.

ocorridas tanto no âmbito interno e externo. A consequência direta desta mudança ocorrida no âmbito externo foi que as empresas coreanas já não podiam contar mais com ajuda do governo, como de fato eram praticadas.

Enquanto os *chaebols* expandiam suas atividades no molde anterior, as lucratividades pioraram muito nos anos 90. As principais causas para essa diminuição dos lucros foram: o excesso de investimentos<sup>97</sup>, criando assim a capacidade ociosa; a repetição de investimento nos mesmos setores pelos diferentes grupos empresariais, criando a competição destrutiva; em termos de ciclo econômico coreano, a economia estava entrando para declínio; após a admissão à *OECD*, em 1996, a competitividade internacional tornou-se mais rígida; a economia coreana passou de estágio de crescimento acelerado para estágio de crescimento estabilizado; e, por fim, o alto aumento de salários nominais que enfraquecia a competitividade internacional, ver tabela (3.1.4).

Apesar da diminuição de lucros, a contínua expansão das atividades econômicas feita através de empréstimos trouxe como resultado o enfraquecimento financeiro das empresas.

---

Este resultado — bastante diferente do que seria esperado — é muito importante, na medida em que já mostrava, no final de 80, o excesso de funcionários nas firmas e o uso amplo da perpetuação do emprego vitalício. Assim, o que era uma estratégia que criava uma vantagem comparativa (emprego vitalício) para conseguir a industrialização rápida do país, tornou-se ineficiente com o passar do tempo.

<sup>97</sup> Segundo Cho e Koh (1996), a taxa média de crescimento em investimento tem sido de longe maior do que a taxa média de crescimento do PIB na Coreia desde os anos 60.. Por exemplo, a taxa média de crescimento em investimentos, durante o período de 1970-1995 na Coreia, foi de aproximadamente 12% ao ano, enquanto que a taxa média de crescimento do PIB foi de aproximadamente 8% ao ano.

As variações de salário, produtividade e custo unitário de trabalho, (em %).		Tabela (2.4.2)						
Ano		61-65	66-70	71-75	76-80	81-85	86-90	91-95
Salário	Toda indústria	12.3%	24.8%	21.1%	30.9%	13.1%	13.9%	13.8%
Nominativo	Ind. de transformação	12.6%	25.2%	19.2%	30.8%	15.0%	17.1%	13.8%
	SOC etc	..	..	23.1%	29.0%	12.8%	11.4%	--
Salário	Toda indústria	-2.9%	11.1%	4.8%	12.0%	5.5%	8.1%	7.6%
Real	Ind. de transformação	-3.7%	11.5%	5.8%	12.0%	5.5%	11.0%	7.6%
	SOC etc	..	..	6.3%	10.4%	3.2%	5.7%	--
Produtividade de Trabalho	Toda indústria	9.0%	15.1%	8.2%	7.5%	9.8%	9.3%	10.6%
	Ind. de transformação	9.4%	15.6%	8.5%	7.9%	10.3%	9.5%	10.6%
Custo Unitário de Trabalho	Toda indústria	3.3%	9.6%	12.9%	23.4%	3.3%	4.6%	3.2%
	Ind. de transformação	3.3%	9.6%	10.7%	22.9%	4.7%	7.6%	3.2%

Fonte: Ministério de Trabalho.

Ainda no âmbito interno, no começo do ano de 1997, – no novembro do mesmo ano, o governo pediria ajuda emergencial ao FMI – escândalos políticos de corrupções que ligavam o grupo empresarial *Hanbo* ao governo troxeram à tona *crony capitalism* através de julgamento<sup>98</sup>. No mesmo ano, convém assinalar, o grupo empresarial *Hanbo* faliu<sup>99</sup>.

<sup>98</sup> A existência de *crony capitalism* se deve à não-transparência da administração corporativa, as empresas coreanas não seguiam um padrão internacional de contabilidade, o que implicava uma avaliação incorreta tanto no capital ativo como também no passivo. Assim, por exemplo, a lei coreana permitia um grupo de empresas usar um relatório de contabilidade consolidada para as empresas subsidiárias do mesmo grupo, basicamente para facilitar as garantias de empréstimo cruzado entre as subsidiárias. Desta maneira, havia uma sinergia no uso de capital. Essa prática de garantias cruzadas entre as subsidiárias do mesmo grupo tem raízes no começo da industrialização na década de 60.

A quebra do grupo *Hanbo* desencadeou mais falências de outros grupos empresariais naquele ano, – desafiando a praxe vigente até então, que os grandes conglomerados não quebram<sup>100</sup>, e as falências de grandes empresas resultaram mais créditos podres para setor financeiro<sup>101</sup>.

Com a falência do *Hanbo*, os investidores e financiadores estrangeiros começaram a desconfiar da economia coreana: assim, em fevereiro de 1997 o *Moody's* rebaixou a classificação dos bancos *Chohung*, *Korea Exchange* e *First*, alegando que, devido aos empréstimos feitos ao *Hanbo*, os três bancos estavam tendo, ou futuramente teriam, problemas de títulos podres.

---

Assim, dificultava distinguir quais empresas eram sadias e quais eram deficitárias. Na esfera da administração, apesar de as empresas serem sociedades anônimas e suas ações negociadas na bolsa, a empresa era dirigida não pelo conselho administrativo da empresa mas sim pelo “sócio majoritário” (o *Chaebol*).

Nesse sentido, segundo *Transparency Internacional*, a Coreia recebeu a nota 4.29 de índice de percepção de corrupção em 1997.

<sup>99</sup> A quebra do *Hanbo* tinha um significado especial, porque o grupo empresarial *Hanbo* ocupava o sétimo lugar no *ranking* dos 30 maiores grupos empresariais da Coreia. E havia uma suposição que os grupos que faziam parte dos 30 maiores eram sadias financeiramente e tinham bons créditos.

<sup>100</sup> Como a lei da falência era rígida, na prática raramente aplicava-se para grandes conglomerados. De fato, antes da falência do grupo *Hanbo* ocorrer, só o grupo empresarial *Kuk Jae* faliu na década de 80. Segundo Amsden (1989) *Kuk Jae* faliu devido ao envolvimento político.

<sup>101</sup> Dos 30 maiores grupos empresariais, 8 foram à bancarrota. Até 1997, não existia a lei de concordata na Coreia. O que existia antes era: quando a empresa ia mal, o administrador solicitava do governo a indicação de administrador de massa falida e o judiciário nomeava um representante para administrar a empresa que estava sob juízo.

Em 1997, como haviam muitas falências no país, o governo criou duas leis: a de concordata e a de “período de não-falência” por dois meses, somente para empresas. Esta última lei funcionava assim: mesmo que o cheque emitido volte por motivos de sem fundo, a empresa pode movimentar a conta corrente, inclusive os cheques. E os créditos bancários tomaram-se podres com a prática dessa lei, provocando mais crise financeira, e esta lei foi extinta no mesmo ano.

---

As classificações

---

	<i>Moody's</i>	<i>S &amp; P</i>	
01/1997	A1 stable	AA-	
19/02/1997			<i>Moody's</i> rebaixa a classificação de 3 bancos comerciais
18/04/1997			<i>S &amp; P</i> rebaixa a classificação de <i>Korea First Bank</i>
06/1997	A1 negative		
30/07/1997			A classificação de KDB é rebaixada
6/08/1997		AA- negative	
24/10/1997		A+	
25/11/1997		A-	
28/11/1997	A3		
10/12/1997	Baa2		
11/12/1997		BBB-	
21/12/1997	Ba1		
22/12/1997		B+	

---

Fonte: Kim (1998).

Tabela (2.4.3)

A estratégia administrativa empresarial que visava normalmente *market share*, como vinham ocorrendo, sem dar muita atenção à lucratividade das empresas resultava mal desempenho financeiro das empresas em geral. E como as empresas estavam altamente alavancadas dependiam cada vez mais de novos créditos. Mas, após a falência de *Hanbo*, as classificadoras de risco começaram rebaixar a classificação. Assim, o aperto de créditos comandadas indiretamente pelas empresas de classificadoras de risco devido a mal desempenho financeiro resultou imediatamente a falta de liquidez da moeda estrangeira. Mais ainda, a tomada de empréstimos externos de curto prazo pelas empresas financeiras e não-financeiras não dava margem para equacionar a dívida aliada esse problema o governo não possuía a reserva cambial suficiente para superar a crise<sup>102</sup>.

---

<sup>102</sup> Na época, o governo coreano não sabia o valor exato do débito externo total, e muito menos a quantia total de empréstimos tomados não somente pelos bancos e também pelas empresas coreanas sediadas no exterior. Os empréstimos eram avalizados pelas empresas do mesmo grupo empresarial da Coreia. Recentemente, em 2001, o FMI sugeriu ao governo coreano para fazer levantamento sobre isso.

Assim, a crise cambial começou de fato com os não-concedimentos de novos créditos no mercado financeiro externo e com as não-renovações de créditos já existentes. Apesar de a Coréia não ter uma dívida externa significativa (ver tabela (2.4.5)), no entanto, como boa parte de empréstimos tomados pelo setor financeiro eram feitos de curto prazo e coincidiam muito as datas de vencimento, provocaram a falta de liquidez no sistema. Para piorar a situação de liquidez, houve a retirada de capitais pelos investidores estrangeiros, no decorrer do mesmo intervalo de tempo. O resultado direto dessa situação foi mais aperto de liquidez da moeda internacional<sup>103</sup>.

Dívida externa de curto prazo em relação à dívida total (em US\$ bilhões). Tabela (2.4.4)

	Dívida total			Dívida de curto prazo					
				Com vencimento menos de um ano			Com vencimento entre um ano e dois anos		
	6/96	12/96	7/97	6/96	12/96	7/97	6/96	12/96	7/97
Hong Kong.	211.238	207.037	222.289	179.784	170.705	183.115	5.119	5.248	4.417
China									
Indonésia	49.306	55.523	58.726	29.587	34.248	34.661	3.473	3.589	3.541
Malásia	20.100	22.234	28.820	9.991	11.178	16.268	834	721	615
Filipinas	10.795	13.289	14.115	5.948	7.737	8.293	531	565	326
<b>Coréia</b>	<b>88.027</b>	<b>99.953</b>	<b>103.432</b>	<b>62.332</b>	<b>67.506</b>	<b>70.182</b>	<b>3.438</b>	<b>4.107</b>	<b>4.139</b>
Cingapura	189.195	189.235	211.192	176.080	175.228	196.600	2.707	1.799	1.719
Taiwan	22.470	22.363	25.163	19.405	18.869	21.966	585	483	236
Tailândia	69.409	70.147	69.382	47.834	45.702	45.567	4.083	4.829	4.592

Fonte: BIS, in International Financial Instability and The World Economy.

<sup>103</sup> Para Kim (1998), a Coréia entrou na confusão porque as firmas e instituições financeiras tinham entrada dívida externa de curto prazo que de longe excederam sua reserva cambial. Embora esses débitos de curto prazo representavam uma função chave na crise cambial coreana, a estrutura de débito sozinha, sem a psicologia do mercado, não explica o que tinha acontecido. A dívida de curto prazo coreana em relação à reserva cambial excedeu três no começo de 1996 e ficou estável até outubro de 1997. a dívida de curto prazo não amedrontava os emprestadores estrangeiros em 1996, eles ficaram nervosos correram somente após crise do Sudeste Asiático. Foi um contágio. Um comportamento de rebanho prevaleceu. Desde que o total da dívida estrangeira coreana era apenas em torno de 30% de PIB coreano (o mais baixo de todos países em desenvolvimento) este era um caso de trituração de liquidez temporário do que insolvência fundamental.

Como vemos a tabela seguida que analisa a dívida total do país.

Variações nas dívidas externas e nos haveres internacionais (em US\$ bilhões).						Tabela (2.4.5)
Ano	09/97	12/97	12/98	12/99	05/00	04/01
Dívida externa total	180.5	159.2	148.7	136.4	140.4	141.5
De longo prazo		95.7	118.0	98.3	94.2	94.7
De curto prazo		63.6	30.7	38.1	46.2	46.8
Haveres internacionais	113.3	105.2	128.5	145.7	156.0	157.8
Saldo	- 67.2	- 54.1	- 20.2	9.3	15.6	16.3
A reserva cambial		3.94	48.51	74.05		

Fonte: Bank of Korea.

Analisando o problema de liquidez em termos da reserva cambial, além de o valor da reserva cambial ser menor que o anunciado pelo BOK, uma boa parte da reserva cambial era indisponível. Acompanhando a tabela (2.4.6), verifica-se que o total da reserva, no final de 1996, era de US\$ 33.24 bilhões, mas descontando US\$ 3,82 bilhões que estavam depositados no exterior, a reserva cambial em disponibilidade era de 29.42 bilhões de dólares. Porém, no final de março de 1997, como os depósitos da reserva nas agências dos bancos coreanos aumentaram para US\$ 8.01 bilhões, fazendo diminuir as reservas cambiais em disponibilidade de uso imediato de 29.15 para 21.14 bilhões de dólares. E em novembro do mesmo ano, do total de 24,4 bilhões de dólares da reserva cambial, 16.4 bilhões de dólares da reserva cambial estavam indisponíveis, estavam depositados nas agências dos bancos coreanos localizadas no exterior<sup>104</sup>. Assim, não havia reserva cambial para cobrir dois meses de importações.

Deste modo, a causa real da crise cambial foi, não a intervenção no mercado de câmbio, mas o uso da reserva cambial visando evitar as falências dos bancos coreanos estabelecidos no exterior.

<sup>104</sup> O aumento de depósitos nas agências dos bancos coreanos estabelecidos no exterior ocorreu porque os bancos filiais no exterior estavam sofrendo problema de liquidez.

As variações de reserva cambial (em US\$ bilhões) Tabela (2.4.6)

Ano	Final 1996	de Final 3/97	de Final de 6/97	Final de 9/97	Final 11/97	de Final 12/97
Total	33,24	29,15	33,32	30,43	24,40	20,41
reserva cambial (A)						
Reserva cambial que estava no exterior (B)	3,82	8,01	8,01	8,01	16,94	11,33
Etc (C)					0,20	0,2
(A)-(B)+(C)	29,42	21,14	25,31	22,42	7,26	8,87

Fonte: Kim (1998).

A perda de confiança dos investidores estrangeiros – devido ao problema de mal desempenho que não conseguia gerar o lucro suficiente – no setor industrial, e conseqüentemente trazendo problemas de créditos podres para setor financeiro fez os investidores estrangeiros remeterem os capitais para fora apressadamente.

Empréstimo externo por setores (em final de junho de 1997) Tabela (2.4.7)

	Todos setores	Bancos	Setor não bancário	Setor público
Coréia	103.4	65.1	30.6	4.2

Fonte: BIS (em US\$ bilhões)

A rápida movimentação financeira em busca de dólares para remeter para o exterior causou a queda dos preços das ações e a desvalorização da moeda local. O medo da contínua desvalorização da moeda local afugentava investidores que vendiam as ações para remeter o capital para fora do país, criando, assim, o círculo vicioso da desvalorização da moeda e queda dos preços de ações, quadro que prosseguiu até culminar na crise cambial<sup>105</sup>.

<sup>105</sup> Para Krugman (1998), característica marcante da experiência da crise tem sido a grande variação nos preços relativos. Até mesmo fatores monetários não são realmente cruciais, a grande depreciação real que tem sido associados com a crise nos países da Ásia são provavelmente um aspecto importante da história; entre outras coisas elas provavelmente tem uma função crucial em explicar porque crises financeiras produz uma grande diminuição na produção.

	Tabela (2.4.8)			
	Indicadores gerais	Spread	Taxa de câmbio	Taxa de juros em %
	(BP)	Won por 1 US\$		(KOSPI)
27/9/1996	59	825	12.4%	793
27/12/1996	56	843	12.7%	651
31/01/1997	57	861	12.0%	685
28/02/1997	63	863	12.4%	676
31/03/1997	72	897	12.5%	677
30/04/1997	85	892	12.5%	703
30/05/1997	85	891	11.8%	746
30/06/1997	85	888	11.7%	745
31/07/1997	90	892	11.9%	726
29/08/1997	120	900	12.1%	704
30/09/1997	119	914	12.6%	647
31/10/1997	269	965	12.6%	470
28/11/1997	277	1112	15.6%	411
23/12/1997	693	1965	31.0%	366
30/01/1998	357	1689	18.5%	558

Fonte: Park e Rhee, in Kim.

Observação: Spread = rendimento de títulos de 10 anos, denominados de *global bond*, do *Korean Industrial Bank* em comparação aos títulos de *US Treasury Note*.

As taxas de juros são de títulos de empresas de 3 anos.

Além desses fatos, em outubro de 1997, o governo, na tentativa de salvar a *Kia* Automóveis, estatizou a montadora através do *Korea Development Bank (KDB)*<sup>106</sup>. Os investidores estrangeiros, na expectativa de que a estatização da *Kia* comprometeria a performance do banco, anteciparam a avaliação financeira do banco de forma negativa, fazendo os títulos emitidos pelo banco serem classificados como *junk bonds*. Como o *Korea Development Bank* tinha papel de emissor oficial de títulos governamentais<sup>107</sup>, a baixa classificação do banco implicou o rebaixamento da classificação do país.

<sup>106</sup> A intenção do governo por de trás da estatização da *Kia* era para salvar *First bank* que era banco responsável pelo grupo empresarial *Kia* e assim todo sistema financeiro. Na Coreia ainda vigora um sistema bancário; para cada grupo empresarial existe um banco responsável por todo grupo e estes bancos que organizam empréstimos para empresas do grupo como também a falência destas.

<sup>107</sup> O *Korea Development Bank* foi criado pelo governo em abril de 1954, com a intenção de desenvolver a economia coreana. Na época, convém ressaltar, faltavam os empréstimos de longo prazo para

Outro problema em relação à crise cambial relaciona-se com o mal gerenciamento (fiscalização) do governo em relação às empresas do setor financeiro que tomavam os empréstimos externos através das agências situadas no exterior. Vendo a tabela (2.4.9) abaixo, verifica-se que, em novembro de 1997, a dívida externa total era de 116.1 bilhões de dólares (pelo padrão do Banco Mundial), mas adicionando os empréstimos tomados pelas agências de empresas financeiras coreanas localizadas no exterior e de empréstimos da operação inversão financeira, chegou-se num valor de 161.8 bilhões de dólares, ver tabela (2.4.11).

Nota-se, na tabela (2.4.9), que a proporção de empréstimos de curto prazo em relação à dívida total aumenta do final de 1996 até final de setembro de 1997. Esse aumento contínuo da dívida de curto prazo tem raiz numa resolução do governo.

A resolução obrigou a se fazer registro no caso de dívidas de longo prazo; por outro lado, no caso de empréstimos de curto prazo o governo os considerou como parte de transações de comércio internacional. Assim, o governo liberou a obrigatoriedade de registro para dívida de curto prazo, induzindo o aumento de empréstimos de curto prazo.

As variações da dívida externa		(em US\$ bilhões)				Tabela (2.4.9)
Ano	Final de 1996	Final de 3/97	Final de 9/97	Final de 11/97	Final de 12/97	
Dívida total	104,7	110,3	119,7	116,1	120,8	
Dívida de longo prazo	43,7	46,1	54,1	54,5	69,6	
Dívida de curto prazo	61,0	64,2	65,6	61,6	51,2	

Fonte: Kim (1998).

Dívida externa coreana nos anos 90		(em US\$ bilhões)								Tabela (2.4.10)
Ano	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	
E.D.T	34,9	n.c.	44,1	47,2	72,4	85,8	115,8	136,9	139,0	
D.L.P	24,1	n.c.	32,2	35,0	40,8	39,1	49,2	72,1	94,0	
D.C.P	10,8	n.c.	11,9	12,2	31,6	46,6	66,5	53,7	28,1	
F.M.I.	0	n.c.	0	0	0	0	0	11,0	16,8	

Fonte: International Statistics Yearbook 2000 e The World Bank – Global Development finance 2000.

EDT - Estoque da dívida total; DLP - Dívida de longo prazo; DCP - Dívida de curto prazo.

FMI – Créditos do Fundo Monetário Internacional.

desenvolvimento econômico. Então, os bancos, através de doação (ajuda estrangeira) de capital e de emissão de títulos, desenvolveram os empréstimos de longo prazo.

Entretanto, desde os anos 70 o suprimento de capitais era feito através do lançamento de títulos do próprio banco, que eram negociados não só no mercado local como no exterior em moeda estrangeira.

Valor total de dívida externa em setores		(em US\$ bilhões)				Tabela (2.4.11)
Ano		Final de 1996	Final de 6/97p	Final de 9/97p	Final de 11/97p	Final de 12/97p
<b>Dívida</b>	<b>de</b>	<b>57,5</b>	<b>60,7</b>	<b>66,6</b>	<b>72,9</b>	<b>86,0</b>
<b>longo prazo</b>						
(1+2+3)						
1. Setor financeiro (A+B)		41,5	43,4	47,6	53,2	50,3
A. setor financeiro local		38,3	39,7	43,8	49,4	46,3
- matriz do local		24,5	27,9	31,3	31,0	29,9
- operação da inversão financeira		8,5	9,6	9,6	9,6	9,2
-filial no externo		5,3	2,2	2,9	8,8	7,3
B. os bancos estrangeiros localizados na coreia		3,2	3,7	3,8	3,8	4,0
2. Empresas locais		13,6	15,1	16,9	17,6	17,6
3. setores públicos		2,4	2,2	2,1	2,0	1,8
<b>Dívidas</b>	<b>de</b>	<b>100,0</b>	<b>102,8</b>	<b>104,0</b>	<b>88,9</b>	<b>68,4</b>
<b>curto prazo</b>						
(4+5)						
4. Setores financeiros (C+D)		78,0	77,7	78,3	63,1	43,8
C. Setor financeiro local		65,2	63,5	62,0	45,9	28,9
- matriz do local		26,2	28,5	23,6	18,7	11,7
- Operação da inversão financeira		12,7	13,0	13,1	11,3	8,7
-Filial no externo		26,4	22,0	25,3	16,0	8,5
D. Os bancos estrangeiros localizados na coreia		12,8	14,2	16,3	17,2	14,9
5. Empresas locais		22,0	25,1	25,8	25,8	24,7
<b>Total de dívida externa</b>		<b>157,5</b>	<b>163,5</b>	<b>170,6</b>	<b>161,8</b>	<b>154,4</b>

Fonte: kim, 1998.

As variações de reserva cambial e da dívida externa (em US\$ bilhões, %)					Tabela (2.4.12)
Ano	Final de 1996	Final de 3/97	Final de 9/97	Final de 11/97	Final de 12/97
A. Dívida externa total (B+C)	104.7	110.3	119.7	116.1	120.8
B. Dívida de longo prazo	43.7	46.1	54.1	54.5	69.6
C. Dívida de curto prazo	61.0	64.2	65.6	61.6	51.2
D. Valor total de reserva cambial	33.24	29.15	30.43	24.4	20.41
E. Valor de reserva cambial em disponibilidade de uso	29.42	21.14	22.42	7.26	8.87
D/A	31.7%	26.4%	25.4%	21.0%	16.9%
D/C	54.5%	45.4%	46.4%	39.6%	39.9%
E/A	28.1%	19.2%	18.7%	6.3%	7.3%
E/C	48.2%	<b>32.9%</b>	34.2%	<b>11.8%</b>	17.3%

Fonte: Kim, 1998.

Pela tabela (2.4.12) acima, ao mesmo tempo que aumentavam as dívidas de curto prazo, a proporcionalidade do valor de reserva cambial em disponibilidade de uso em relação à dívida de curto prazo (E/C) diminuiu de 32.9%, em março de 1997 para 11.8%, em novembro de 1997.

As variações da reserva cambial em relação ao liquidez, o valor da reserva cambial em disponibilidade de uso (E) sobre déficit comercial (C) mais dívida de curto prazo (B), isto é, (E) sobre (B+C) era 28.9% em março de 1997, no novembro do mesmo ano tinha caído até 10.3%, ver tabela (2.4.13).

Numa conjuntura em que, além da dívida externa acrescida de empréstimos tomados pelas empresas coreanas localizadas no exterior e mais a pequeno valor de reserva cambial em disponibilidade de uso, as falências de grupos empresariais que implicavam as falências de setor financeiro resultaram rebaixamento da classificação nacional. Em decorrência disso no âmbito do mercado financeiro internacional além de não concessão de novos empréstimos e não renovação de empréstimos trouxe a falta de liquidez em moeda estrangeira.

O governo perdeu tempo hábil para a questão do câmbio e, quando tomou a iniciativa de normalizar o mercado de câmbio, optou por uma política de controlar o mercado através da venda de moeda estrangeira no mercado. Como a desconfiança era

muito grande e geral em relação à política econômica do governo, o governo não conseguiu evitar o *overshooting*.

Com isso, além de não conseguir o resultado desejado, o governo acabou gastando quase toda a reserva cambial para acalmar o mercado financeiro, só que, com a reserva cambial praticamente a zero, o governo provocou mais crise ainda.

Na falta de liquidez da moeda estrangeira, o governo pediu a ajuda emergencial ao Fundo Monetário Internacional, em novembro de 1977.

As variações da reserva cambial/(superávit+dívida externa) (em US\$ bilhões, %)					Tabela (2.4.13)
Ano	Final de 1996	Final de 3/97	Final de 9/97	Final de 11/97	Final de 12/97
A Dívida externa total	104.7	110.3	119.7	116.1	120.8
B. Dívida de curto prazo	61.0	64.2	65.6	61.6	51.2
C Déficit na c.c.	-23.72	-8.85	-8.85	-8.85	8.85
D. Valor total de reserva cambial	33.24	29.15	30.43	24.40	20.41
E. Valor de reserva cambial em disponibilidade de uso	29.42	21.14	22.42	7.26	8.87
D/(A+C)	25.9%	24.5%	23.7%	19.5%	15.7%
D/(B+C)	39.2%	39.9%	40.9%	34.6%	34.0%
E/(A+C)	22.9%	17.7%	17.4%	05.8%	06.8%
E/(B+C)	34.7%	28.9%	30.1%	10.3%	14.8%

Fonte: kim (1998).

### 3. Fatores Internos (Estruturais e Conjunturais) Antes da Crise

#### 3.1 A obsolescência do modelo coreano de crescimento

A política industrial adotada na Coreia desde 1962, ou seja, o modelo de crescimento próprio – com o primeiro plano quinquenal de desenvolvimento econômico (PQDE) – caracterizou-se pela intervenção governamental, com o governo agindo como indutor da formação de grandes conglomerados<sup>108</sup>. Assim, esta intervenção visava aproveitar os ganhos dinâmicos de escala e de escopo<sup>109</sup>, de modo a competir no mercado internacional<sup>110</sup>. Esta opção, entretanto, acabou por gerar, ao longo de décadas, uma estrutura industrial desequilibrada, na qual as pequenas e médias empresas foram relegadas a um segundo plano, exercendo atividades complementares como facções das empresas de grandes conglomerados<sup>111</sup>.

Assim, com a adoção, a partir dos anos 90, do novo paradigma industrial no âmbito externo, a economia coreana já não possuía mais o tipo de vantagem estratégica que tinha nas décadas anteriores – que consistia na importação de tecnologia selecionada e da sua aplicação com mão-de-obra relativamente barata em relação aos países exportadores de tecnologia. Desta maneira, em função da complexidade dos novos processos industriais, as pequenas e médias empresas passaram a dispor de maior agilidade. Justamente por não dispor de tais empresas na sua estrutura industrial, a Coreia enfrenta maiores dificuldades na manutenção de sua competitividade internacional.

---

<sup>108</sup> Cf. Amsden (1989).

<sup>109</sup> No entender de Kaldor (1967), *apud* Allyn Young (1962), o aumento de diferenciação – como novos processos e novas indústrias subsidiárias – resulta da economia de escala. Quanto maior é a divisão de trabalho é mais produtiva, porque, parcialmente, a divisão de trabalho carrega consigo intrinsecamente o desenvolvimento de mais habilidades e *know how*, em que sucessivamente, permitem para mais inovações e melhoramento no processo de trabalho. Desse modo, melhoramentos através de novos processos de produção e surgimentos de outras indústrias não podem ser compreendidos adequadamente observando os efeitos de variações de tamanho de uma firma ou de um segmento de indústria. Economias de escala são derivadas não somente da expansão de uma determinada firma, mas de uma expansão geral da indústria.

<sup>110</sup> Segundo Kaldor (1969), quando a produção e a capacidade são aumentadas, também a produtividade é aumentada. Além disto, o custo unitário é reduzido, tornando-se, assim, mais fácil vender para o mercado externo.

<sup>111</sup> Cf. Park (2000).

Então, se, por um lado, do ponto de vista gerencial, o modelo coreano representa uma fusão dos modelos japonês<sup>112</sup> e americano<sup>113</sup>, por outro lado, no que tange à estrutura da governança corporativa das firmas, constitui-se em uma mistura dos modelos japonês (*keiretsu*) e taiwanês (familiar). Esta composição de estrutura foi a base do modelo para os investimentos<sup>114</sup>. Assim, sob a orientação do governo, as empresas tinham a preocupação de se constituírem em grande conglomerado para poder competir com suas concorrentes internacionais que estavam mais consolidadas.

Entre outros aspectos, a materialização dessa estratégia foi possível somente por ser a mão-de-obra, experiente e bem treinada, o fator crítico de sucesso. Assegurar a presença destes trabalhadores foi, então, fundamental para garantir um crescimento econômico sustentável. Surgem, então, como forma de geração deste fator crítico, as políticas de emprego vitalício – estratégia esta desenvolvida tanto por Japão<sup>115</sup> como pela Coreia<sup>116</sup>.

---

<sup>112</sup> Em 1965, a Coreia reatou a diplomacia com o Japão. O reatamento ocorreu devido, primeiro, à pressão americana – os EUA estavam preocupados com a situação geopolítica da região – e, segundo, ao interesse mútuo dos países em criar um desenvolvimento econômico cooperativo. Após a retomada das relações diplomáticas, a Coreia recebeu ajuda financeira e econômica do Japão.

Conforme Ainsden (1989), “sem dúvida, a maior influência na economia coreana foi a japonesa. A partir da colonização (1910-1945), lançam-se as bases da moderna economia na Coreia”. Após o reatamento diplomático, a economia coreana foi de novo fortemente influenciada pelo modelo japonês, principalmente no que se refere à competitividade internacional. Sobre esse tópico, ver Canuto (1994).

<sup>113</sup> Após 1945, a Coreia do Sul, sob a influência dos Estados Unidos, recebe o “sistema capitalista americano”. A economia coreana foi totalmente destruída como consequência da sua Guerra Civil, de 1950 a 1953. Assim, a reconstrução do país foi a prioridade na década de 50, sendo que os EUA influenciaram política e economicamente bastante, de forma direta e indireta, neste processo. Os EUA ajudaram a Coreia entre 1946 a 1962, no valor total de US\$ 5,434 bilhões incluindo ajuda militar e não-militar.

<sup>114</sup> Na visão do ex-presidente do grupo empresarial SK, esta estrutura de capital assegurava uma tomada de decisão mais rápida que a de seus concorrentes e, ao mesmo tempo, provia suporte financeiro através de garantias cruzadas entre as subsidiárias.

<sup>115</sup> Do ponto de vista de Hashimoto (1993), citado por Kim (2000), no caso do Japão, a prática do emprego vitalício é generalizada; além disso, o mercado de trabalho interno está bem formado, de tal modo que o trabalhador é analisado como um fator de produção quase fixo (*quasi-fixed*). Na estrutura de trabalho nas empresas japonesas, as empresas podem economizar custos de demissão, nova admissão e treinamento. Assim, no que tange ao longo prazo, forma-se capital humano de firmas específicas (*firm-specifics*), formando investimento nas P&D. Uma consequência direta disso é que as empresas japonesas preferem reestruturar a carga de horários de trabalho a realizar demissões. O resultado disso é que no Japão, assim como na Coreia, praticamente não havia mercado de recolocação. No começo da industrialização no Japão, não havia conceito de emprego vitalício; o conceito foi criado para garantir a manutenção de a mão-de-obra.

<sup>116</sup> O sistema de emprego vitalício foi um eficiente instrumento para incrementar a industrialização na Coreia. O sistema de emprego vitalício foi utilizado basicamente por médios e grandes grupos empresariais na Coreia.

No entanto, com o passar do tempo, ao longo de quatro décadas, e mesmo não abrangendo toda estrutura de trabalho, o sistema se tornou um paradigma a seguir para todos setores pelo valor intrínseco que o sistema representava (a redistribuição da renda: a participação dos salários na renda nacional, no começo dos anos 60, os salários representavam 25%, enquanto que nos anos 90 representavam 45% da economia nacional). Assim o sistema de emprego vitalício moldaria as relações sociais por décadas seguintes até a eclosão da crise

Então, a estratégia de crescimento das indústrias coreanas, por serem retardatárias, seguia a já vitoriosa trajetória japonesa – criando grandes grupos empresariais para conseguir uma economia de escala. Entretanto, devido à defasagem tecnológica em que se encontravam, as empresas coreanas mesmas se situavam em um ou mais patamares abaixo em relação às firmas japonesas e americanas – como o setor têxtil, o siderúrgico e o automobilístico, entre outros. Esta defasagem, contudo, permitia explorar a mão-de-obra mais barata<sup>117</sup>, então existente na Coreia.

É sabido que, após a Guerra da Coreia, mais precisamente a partir de 1962, o governo sul-coreano, com seus planos quinquenais de desenvolvimento econômico, promoveu a industrialização do país através de empréstimos, alavancando, assim, o capital das empresas de importações de tecnologia selecionada que interessava à política industrial, e aproveitando a mão-de-obra barata – melhorando a qualidade da mão-de-obra com investimento na educação – sob a direção de alguns empresários coreanos. Esses empresários, que já possuíam alguns tipos de negócios na Coreia, mas nada relevante no âmbito internacional, viriam a ser chamados de *Chaebols*.

Deste modo, alguns homens de negócios foram escolhidos para constituir a vanguarda do desenvolvimento do país, com o governo concedendo-lhes, então, grandes benefícios para expandir suas fábricas nas áreas consideradas estratégicas<sup>118</sup>. É preciso ressaltar, no entanto, que, apesar de a estrutura de mercado ser normalmente bastante concentrada, o governo sempre mantinha a rivalidade interna. Esses empresários – os *Chaebols* – acabaram fazendo fortuna pessoal e criaram a riqueza nacional, montando os poderosos conglomerados que caracterizam até hoje a economia coreana.

Uma das estratégias adotadas foi produzir em *Original Equipment Manufacture* (OEM), conseguindo a tecnologia e o capital externo necessários e, ao mesmo tempo, atingindo o mercado externo dos países mais adiantados. Com isso, a Coreia aprendeu

---

cambial na Ásia. Segundo Romer (1996), resultados empíricos mostraram a eficácia dos modelos de capital humano para explicar a diferença de renda entre países.

<sup>117</sup> A estratégia baseou-se na exportação de produtos fabricados, usando mão-de-obra abundante na década de 60 e 70. Assim, conforme Amsden (1989), por exemplo, o setor têxtil representava 41% do total de exportação em 1965.

<sup>118</sup> Conforme Porter (1990), através de *Portfolio management Strategy*, governo escolhia alguns produtos concentrados para exportação, como têxtil, petroquímica, aço, automóvel, chips etc.

como produzir<sup>119</sup>, e através dessas exportações de produtos em OEM, conquistou novos mercados.

Então, através da planificação econômica, o governo adotou uma estratégia de industrialização voltada para a exportação (que mais tarde tornou-se o motor de crescimento). Para viabilizar essa estratégia, o governo restringiu o consumo interno para melhorar a performance das exportações; o governo também criou as dificuldades para a entrada de produtos estrangeiros para consumo. Em contrapartida, o governo facilitou as entradas de insumos e bens de capital visando, assim, a exportação<sup>120</sup>.

A proporção de comércio exterior (exportação + importação) em relação ao PIB Tabela (3.1.1)

Ocupação japonesa	Na década de 50	Na década de 60	Na década de 70	Na década de 80	População Em milhões	PIB per capita em US\$	PIB Em US\$ bilhões
Ano	%	Ano	%	Ano	%	Ano	%
1929	69.6%	1955	8.8%	1961-70	23.6%	1971-80	53.9%
1936-38	75.0%	1958-60	9.0%	1981-84	69.2	40.6	2110
							85.6

Fonte: Amsden (1989).

A importação por setores. (em %) Tabela (3.1.2)

	1981-1983	1984-1986	1987-1989	1990-1992	1993-1995	1996-1998
Matérias primas (petróleo)	61.8% (23.6%)	55.9% (15.7%)	54.0% (8.0%)	53.0% (10.3%)	50.7% (9.0%)	51.7% (11.2%)
Bens de capital	26.4%	34.9%	36.3%	36.9%	38.8%	37.5%
Bens de consumo	11.8%	9.3%	9.7%	10.0%	10.5%	10.8%

Fonte: Nova Política Industrial na Coreia no Novo Milênio

<sup>119</sup> No entender de Kaldor (1967), a aprendizagem em si é produto da experiência. Quanto mais altas as taxas de investimento e da produção, mais alta é a taxa de crescimento da produtividade devido ao processo de *Learning by Doing*.

<sup>120</sup> Segundo Kaldor (1967), “a vantagem de qualquer país subdesenvolvido no campo industrial está no baixo salário. No estágio inicial de desenvolvimento da industrialização, esta vantagem é mais do que compensada pela baixa produtividade. Mesmo assim, sob condições de livre comércio, quando o preço doméstico do manufaturado é determinado por preço internacional, a produção doméstica talvez não consegue competir. Assim, o desenvolvimento das indústrias locais depende da adoção das tarifas para proteger. Na ausência destas, o alto custo inicial para conseguir atividades manufatureiras comercialmente lucrativas torna-se um severo obstáculo para as indústrias tardias de países subdesenvolvidos. Quando o subsídio para indústrias nascentes toma a forma de uma tarifa protetora, entretanto, a estrutura de preço interno é adaptada à estrutura de preço externo”. Ainda como observou Kaldor, a adoção de impostos sobre importações é eficaz em promover a industrialização ao longo como há escopo para par criar uma demanda interna por produtos nacionais em que substitui os importados.

O objetivo básico do plano quinquenal de desenvolvimento econômico (PQDE) era desenvolver as indústrias de setores estratégicos que gerassem um efeito em cadeia produtiva, tomando-se, desta forma, o pilar do planejamento coreano<sup>121</sup>.

Com os planos quinquenais de desenvolvimento econômico, o governo privilegiava certos setores industriais que eram considerados importantes para a rápida industrialização dentro do quinquênio. Isso significava, na realidade, que a empresa escolhida para aquele setor da indústria teria crédito subsidiado e a reserva do mercado interno, visando, assim, alcançar a produção em escala ideal para poder concorrer no mercado internacional.

Logicamente, essa política tinha custos, com os quais a sociedade teve que arcar, através de subsídios diretos e indiretos, até que o produto coreano se tornasse competitivo. Em contrapartida, o país se industrializava rapidamente, com a dinâmica da cadeia de produção e o desenvolvimento de novos elos da cadeia produtiva<sup>122</sup>.

Ao longo de todo este processo, a política industrial coreana assumiu feições bem definidas. Em seus estágios iniciais, esta política estava direcionada para explorar sua maior vantagem comparativa: a mão-de-obra. Neste estágio, incrementa-se o processo de substituição de importações leves, incentivando, principalmente, o setor têxtil e correlatos<sup>123</sup>. Assim, desde meados da década de 60, este setor tornar-se-á o principal instrumento de captação de divisas, via exportação, para alavancar os demais estágios da estratégia coreana<sup>124</sup>.

Já em meados dos anos 70, contudo, esta estratégia mostrava sinais de esgotamento. Tornou-se necessário, portanto, promover alterações no curso do processo, realizando um *upgrading* na estrutura industrial. Desta forma, a política industrial coreana foi dirigida para desenvolver indústrias pesadas e químicas (HCI), enfim, setores centrados no paradigma escala-escopo, tais como aço, petroquímica, construção naval e mecânica pesada.

---

<sup>121</sup> Conforme Porter (1990), a obtenção de êxito internacional nos segmentos de indústrias baseadas em capital intensivo não requer a abundância de capital desde que haja mecanismos institucionais para canalizar corretamente para investimentos produtivos.

<sup>122</sup> O propósito do governo era que a expansão do setor industrial estimulasse o aumento da taxa da renda nacional, e assim, por sua vez, o aumento na renda real em si aumentaria a taxa de crescimento da demanda por produtos industrializados, criando círculo virtuoso de crescimento. Cf. Kaldor (1967).

<sup>123</sup> Assim, por exemplo, grupos empresariais como o *SK* e a *Daewoo* iniciaram suas atividades a partir do ramo têxtil, e para outros grupos, como a *LG* e a *Samsung*, o setor têxtil foi vital para a empresa poder se constituir como grupo empresarial.

<sup>124</sup> Ver Canuto (1994).

A década de 80 assinala outro período de inflexão. A estrutura industrial coreana alcançara uma certa maturação<sup>125</sup>. Havia-se construído um parque industrial integrado e diversificado. Entretanto, faltava implementar a fase mais árdua deste processo: a promoção dos setores de alta tecnologia<sup>126</sup>. A política industrial passa, deste modo, a enfatizar o setor eletrônico e seus correlatos.

Através da política industrial, implementada sobretudo a partir do início da década de 60, a Coreia do Sul conseguiu manter um baixo nível de desemprego. Os 30 anos de crescimento rápido da economia que se seguiram criaram empregos de forma quase constante, aumentando a demanda por mão-de-obra

Assim, o desemprego foi diminuindo ao longo das décadas, atingindo até, de maneira eficiente, um equilíbrio com baixo nível de desemprego.

Taxa de desemprego (em %) Tabela (3.1.3)

---

Ano	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Em %	3.8	4.0	3.8	3.1	2.5	2.6	2.4	2.3	2.4	2.8	2.4	2.0	2.0	2.6	7.7

---

Fonte: National Stastical Organization.

- Segunda linha apresenta o desemprego em porcentagem em relação P.E.A.

<sup>125</sup> Como observa Kaldor (1967), “além de consumo e investimento, de crescimento da taxa de demanda reside na mudança estrutural de comércio internacional (...). Quando um país começa a se industrializar, sua importação de bens de consumo manufaturado tende a diminuir, enquanto as importações de maquinário e de equipamentos crescem. Durante essa fase, a taxa de crescimento da demanda por manufaturados domésticos – nesse estágio, geralmente consiste de indústrias leves, principalmente tecidos – aumenta mais rapidamente do que o consumo total da substituição da produção doméstica por importados. [...] Para manter o desenvolvimento, é necessário entrar no segundo estágio, em que se tornaria um crescente país de exportador de bens consumo manufaturados. Um estágio seguinte pode ser identificado no engajamento do país no processo de substituição de importações na esfera de bens de capital. Historicamente, este estágio pode sobrepor-se com o segundo estágio. (...) Durante terceiro estágio, as indústrias pesadas crescem mais em relação ao crescimento do resto da economia. E finalmente há um quarto estágio, em que o país se torna um crescente exportador de bens de capital. Neste estágio, é possível achar um crescimento explosivo, quando um rápido crescimento da demanda externa pela produção das indústrias pesadas combinadas com crescimento da demanda interna, resultando a sua própria expansão.

<sup>126</sup> Por exemplo, as exportações dos produtos desenvolvidos no estágio anterior: têxtil, navios, aço e petroquímica, financiaram estes novos empreendimentos.

Entretanto, com o passar do tempo, mais exatamente no sexto (87-91) e no sétimo (92-96) planos quinquenais, a estratégia do crescimento econômico começou a perder o sentido original que tinha sido estabelecido no começo dos anos 60. Isso afetou a estrutura econômica e social – e, conseqüentemente, a própria estrutura de trabalho.

Então, a expansão do mercado interno, que foi resultado do crescimento da renda nacional, do *boom* das exportações – que reduz a dívida externa e valoriza a moeda coreana<sup>127</sup> – e da política de habitação (ver tabelas 3.3.1 e 3.3.2), que aumenta de fato os preços dos ativos, mudou a estratégia do crescimento.

A estratégia que visava o mercado externo como consumidor, criando restrições de consumo para o mercado interno, procurava, assim, elevar a taxa de poupança interna. Desta forma, com a expansão do mercado interno, a estrutura de emprego muda, passando a dar ênfase para os setores de serviços que criam o próprio dinamismo de consumo no mercado interno<sup>128</sup>. Esta mudança importante ocorre, entretanto, sem que haja uma concomitante modificação nas regras que provinham da política de crescimento anterior, sobretudo no que se refere à lei trabalhista rígida. Assim, a manutenção do emprego garantido por lei e a criação de emprego através da expansão econômica interna – como na construção civil, principalmente – fizeram a economia coreana perder a competitividade internacional.

No final dos anos 80 e começo nos anos 90, a absorção de mão de obra pelas indústrias não se reduz, mesmo com a entrada de tecnologia poupadora de mão-de-obra e da automatização<sup>129</sup>.

Ao mesmo tempo, no setor de serviços a absorção de mão-de-obra estava mantendo a tendência de alta, sinalizando o mercado interno em expansão. Neste sentido, a taxa de

---

<sup>127</sup> De 1985 a 1989, a moeda coreana valorizou 30% em relação ao dólar americano.

<sup>128</sup> A produção, que era basicamente dirigida para a exportação, passou a ser voltada para o mercado interno também.

<sup>129</sup> A nova relação de produção e avanço tecnológico – que poupa mão-de-obra na estrutura industrial – influencia fortemente a demanda de mão-de-obra no longo prazo. De modo geral, o uso da tecnologia avançada, que poupa o uso de mão-de-obra nas indústrias, tende a diminuir a criação de empregos, mas na Coreia, a pesquisa feita mostrava resultado oposto (Shin, 1991). Este resultado – bastante diferente do que seria esperado – é muito importante, na medida em que já mostrava, no final de 80, o excesso de quadro de funcionários nas firmas e o uso amplo da perpetuação do emprego vitalício. Assim, o que era uma estratégia que criava uma vantagem comparativa (emprego vitalício) para conseguir a industrialização rápida do país, tomou-se ineficiente com o passar do tempo.

desemprego em 1995 foi de 2% – registrando-se, então, a taxa mais baixa desde quando foi iniciada a pesquisa, em 1963 –, indicando, assim, estar a economia com pleno emprego.

Essa mesma política industrial, adotada desde a primeira metade da década de 60, foi mantida durante décadas, permanecendo exitosa durante trinta anos<sup>130</sup>. No entanto, ela permaneceu sendo empregada nos anos 90, quando as variáveis – como a estrutura de mercado de consumo e o sistema administrativo de trabalho – já não eram mais iguais, devido às mudanças fundamentais, ocorridas tanto no âmbito interno quanto no externo, decorrentes dos novos paradigmas que regem a Nova Economia e a globalização.

Então, o governo foi induzido a manter os mesmos meios, fazendo um investimento maciço nas capacidades de produção (através dos *chaebols*), que, por sua vez, criavam empregos. A manutenção do mercado de trabalho rígido através da idéia de emprego vitalício tinha um aparato legal, resultando, em contrapartida, num excesso de funcionários e, conseqüentemente, tornando ineficientes as empresas e a própria economia coreanas.

A globalização exigia a eficiência para a sobrevivência das empresas – o caso da Coréia era notório –, pois o país enfrentava a competição internacional tanto pela mão-de-obra quanto pela tecnologia. Esses fatores abalaram o sistema empresarial coreano, gerando problemas concernentes à estrutura de trabalho<sup>131</sup>. Neste sentido, além de a lei não permitir a demissão, a estrutura industrial estava calcada no sistema de emprego vitalício e a confiança da sociedade na redistribuição da renda estava atrelada a ele.

No entanto, o sistema de emprego vitalício começou a dar problemas endógenos com o passar dos tempos, exigindo um ajuste interno.

Neste sentido, houve duas decorrências diretas da manutenção desse sistema de emprego vitalício. Primeiro: devido às sucessivas inovações tecnológicas, o conhecimento

---

<sup>130</sup> Segundo Wagner (1989), citado por Kim (2000), se nas décadas de 70 e 80 o Japão teve um forte crescimento econômico, contrastando com a economia européia e americana, isto tem a ver, em boa parte, com o mecanismo da estrutura de trabalho. Neste sentido, a flexibilização de salários influencia a estrutura macroeconômica e a estabilidade econômica, que por sua vez resultam na baixa taxa de desempregos.

<sup>131</sup> No ponto de vista de Cosineau (1987), citado por Kim (2000), quanto maior a abertura econômica maior é a flexibilização de salários. Primeiro, os *tradebles*, que são mais receptivos às mudanças ocorridas no âmbito externo, e depois até *nontradebles*, criando equilíbrio no mercado de trabalho. Na Coréia, entretanto, esta mudança não foi observada até a crise cambial. E segundo Edwards (1988), citado por Kim (2000), também quanto maior a flexibilidade dos salários, menor o custo da reestruturação do trabalho face à abertura e liberalização da economia. Assim, em *ex post*, para absorver de forma eficiente a abertura da economia e melhorar a competitividade, na Coréia, tinha que ser melhorada e flexibilizada a estrutura de mercado de trabalho e, através dela, melhorar a flexibilização de salário e o sistema de emprego, para ter melhor dirigibilidade macroeconômica.

dos trabalhadores tornava-se obsoleto e, conseqüentemente, mesmo que os salários não tivessem aumentos, eles ficavam encarecidos relativamente, devido à obsolescência dos conhecimentos.

Além disto, houve o aumento salarial nominativo dos trabalhadores coreanos: os salários tinham subido demasiadamente em dólar americano – um exemplo, o salário dos trabalhadores da indústria transformadora quadruplicou em moeda americana, de 1986 a 1996<sup>132</sup>, tabela (3.1.4).

Varição de salário (em %) Tabela (3.1.4)

---

Ano	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Nominal	9.2%	11.6%	19.6%	25.1%	20.2%	16.9%	15.7%	10.8%	15.5%	9.9%	12.2%	5.2%
Real	5.3%	6.8%	7.8%	14.5%	9.5%	7.5%	8.4%	7.1%	6.1%	6.4%	6.7%	2.4%
Won/US\$	861.4	792.3	684.1	679.6	716.4	760.8	788.4	808.1	788.7	774.7	844.2	1415.

---

Fonte: National Stastical Organization.

A tabela acima mostra o aumento anual dos salários dos trabalhadores da indústria de transformação.

- a segunda linha apresenta aumento nominal do salário em porcentagem.
- a terceira linha apresenta aumento do salário real em porcentagem, ou seja, o aumento de salário nominal menos a inflação.
- a quarta linha apresenta a média anual da variação cambial da moeda coreana relação ao dólar americano.

Havia claro sinal de impasse na sociedade coreana, quanto aos problemas trabalhistas que surgiram com o modelo econômico vigente<sup>133</sup>.

<sup>132</sup> Como observa Kim (2000), Desde os anos 60, exceto no começo dos anos 80, o salário subiu de forma contínua com o crescimento econômico. No âmbito externo, a valorização do yen e o preço do petróleo e as taxas de juro em queda favoreceram a economia coreana. Internamente, com o florescimento dos sindicatos e a expansão econômica – através sobretudo da construção civil –, o salário nominativo de todo o setor industrial subiu em dois dígitos, a partir de 1987, fazendo aumentar o custo unitário do trabalho.

<sup>133</sup> Assim, a questão de como solucionar esse impasse foi resolvida parcialmente na esfera do governo. O sentimento anti-*Chaebolismo* estava tão forte na população que, apesar da grave situação da estrutura trabalhista, o governo não ousou modificar a lei trabalhista no começo dos anos 90. Para amenizar o problema do custo de mão-de-obra, o governo criou um programa de importação de trabalhadores estrangeiros (basicamente da Ásia) como estagiários nas pequenas e médias indústrias. E no âmbito de empresários transferiram parte da produção para países do Sudeste Asiático (principalmente a China), sem, entretanto,

Desta forma, a Coréia encontra-se, nos anos 90, em um contexto totalmente diverso daquele em que havia iniciado o processo. Pelo lado da estrutura industrial, o país havia realizado o *catching-up* tecnológico<sup>134</sup>. Porém, ao contrário dos estágios iniciais, não mais havia um rumo definido a ser seguido. Ou seja, ao transitar do estágio de *investment-driving* para o de *innovation-driving* os *policy-makers* (no governo de Kim, Young Sam, de fevereiro de 1993 a janeiro de 1998) transferiram a gestão para o mercado, sem, no entanto, terem mudado as estruturas devidas, numa clara alusão ao Consenso de Washington.

Variações da estrutura industrial e de empregos (em %)	(Tabela 3.1.5)			
	1970	1980	1990	1997
PIB por Setores				
Agrícola e pesqueiro	28.4%	15.1%	8.7%	5.7%
Indústria de Mineração e transformação	12.4%	23.6%	29.7%	25.9%
Só indústria de Transformação	10.6%	22.1%	29.2%	25.7%
Serviço etc	59.3%	61.3%	61.6%	68.4%
Empregados por setores				
Agriola e pesqueiro	50.5%	24.0%	17.9%	12.5%
Indústria de Mineração e transformação	14.3%	26.6%	27.6%	23.6%
Só indústria de Transformação	13.2%	21.7%	27.2%	23.4%
Serviço etc	35.1%	43.4%	54.5%	63.9%

Fonte: Kim (2000).

modificar a estrutura produtiva. O entrave estrutural permanecia. Sem flexibilizar o mercado de trabalho, não seria possível alterar as estruturas produtivas e, ao mesmo tempo, as relações entre capital e trabalho então vigentes representavam um anacronismo ante o novo paradigma que estava emergindo. A alta do yen em relação ao dólar (de 1993 a 1995, ver tabela 3.3.1), aliviou temporariamente a situação da economia coreana, tanto que, quando a euforia da valorização do yen terminou, a necessidade da reestruturação das empresas vêm à tona com maior ênfase. Devido à estrutura industrial coreana, a reestruturação significava não somente a reestruturação das empresas, mas mais estritamente a reestruturação do grupo empresarial. Permanecia o problema de como reestruturar as empresas, já que a lei não permitia a demissão. Neste sentido, no começo de 1997, o Congresso aprovou uma lei autorizando a demissão em casos específicos, a vigorar depois de dois anos da aprovação (detalhe importante: notar que essa lei foi aprovada somente pelos congressistas do governo numa madrugada, sem a presença dos congressistas da oposição). Esta mesma lei foi modificada após a crise cambial (esta modificação da lei trabalhista fazia parte da cláusula do acordo do pacote de ajuda emergencial do FMI com o governo coreano). As três partes – governo, empresariado e sindicato dos trabalhadores – concordaram em ampliar, sob a observação do FMI, os termos de demissão para vigorar imediatamente após o acordo.

<sup>134</sup> Nos anos 90, as exportações estavam centradas em produtos de valores agregados como aparelhos eletrônicos, petroquímica, carros, construção naval e semicondutores.

### 3.2 A estrutura industrial nos Planos Quinquenais e a queda dos preços dos produtos de exportação.

O pós-guerra na Coreia (convém assinalar, a guerra civil ocorreu de 1950 a 1953) caracterizou-se pela falta de produção de artigos industrializados, significando que a demanda geral era maior que a oferta geral. Desta forma, com o “mercado fechado” e com a política industrial do governo de criar as economias de escala, a empresa que conseguisse capital e tecnologia para a produção de determinado produto, ou até mesmo para um segmento da indústria, tendia a ser monopolista ou, pelo menos, oligopolista.

Deste modo, essa estratégia de economia de escala, para criar a máxima eficiência visando concorrer no mercado mundial resultou, no mercado interno, em monopólio e oligopólio, em quase todos os segmentos da indústria coreana, para poucos *chaebols*. Assim, a concentração do mercado coreano, em 1970, era de 79% em média simples de vários segmentos dos mercados<sup>135</sup>, demonstrando assim a eficácia da política industrial planejada.

Através desta política industrial, o governo conseguiu, efetivamente, criar os grandes grupos empresariais e, com o uso de coerção<sup>136</sup>, criou um empresariado competente. No entanto, apesar de os *Chaebols* serem competentes na fabricação dos produtos em escala, com o advento da terceira revolução industrial nas décadas de 80 e 90 surgiram – além desses segmentos da indústria que exigiam a produção em escala – novos segmentos da industriais.

Então, nestes novos segmentos industriais, a criação de tecnologia não necessariamente tinha de estar ligada com o tipo de estrutura econômica própria das grandes empresas, isto é, a criatividade estava tomando o lugar de capital como o principal alicerce de crescimento nos anos 90. Deste modo, a Coreia, por causa da sua estrutura institucional e econômica voltadas para a economia de escala, e não obstante ter um empresariado competente, não estava conseguindo desenvolver estes novos segmentos

---

<sup>135</sup> Cf. Scherer (1980).

<sup>136</sup> O “uso da coerção” significava o fim dos créditos oficiais e o fim do monopólio ou do oligopólio. Cf. Amsden (1989).

industriais até meados dos anos noventa em consequência da estrutura econômica e social vigente.

Por outro lado, o controle da distribuição de recursos – para facilitar o desenvolvimento da indústria nacional – gerou, com o passar do tempo, um problema grave, ou seja, a concentração de créditos para os grandes conglomerados, que passaram a absorver o dinheiro de investimento disponível na economia. Assim, os *Chaebols*, com a facilidade de obtenção de créditos, normalmente conseguiam polarizar, para eles mesmos, novos tipos de negócios surgidos na Coreia. Desta forma, a estrutura econômica coreana ficou ainda mais concentrada em torno dos *Chaebols* – os juros bancários sempre foram altos devido à grande demanda dos *Chaebols*. De seu lado, os que estavam fora desta estrutura econômica coreana se sentiram injustiçados, dando início ao processo de anti-*Chaebolsismo*<sup>137</sup>. Então, com a economia centralizada nas mãos dos grupos conglomerados e com as garantias de débitos cruzados entre empresas subsidiárias do mesmo grupo<sup>138</sup>, a falência dessas empresas levou à quebra das empresas financeiras e, em decorrência, do país.

Na primeira metade dos anos 90, as firmas já atuantes no mercado (automóvel, petroquímica, construção naval, *chips*) aumentaram intencionalmente os investimentos no parque industrial existente, sem considerar, de forma adequada, a demanda e a rentabilidade futura sobre a ampliação, para evitar as novas entradas de outros *chaebols* no mercado<sup>139</sup>.

Após a ampliação do parque industrial, isto é, em meados da década de 90, houve a retração de demanda global desses produtos. Desta forma, aqueles investimentos realizados resultaram em excesso da capacidade de produção no país<sup>140</sup>. Esse excesso da

---

<sup>137</sup> Após a libertação do domínio japonês em 1945, alguns empresários coreanos na época tomaram-se *chaebols*. Muitos receberam as fábricas que pertenciam aos japoneses de forma irregular (ou seja, por um preço ínfimo) e além disso receberam muitos benefícios financeiros, tais como juros baixos, admissão para atuar no novos segmentos, isenção de impostos, etc.. Ainda no governo militar de Park (1961-1979), através da política industrial baseada na escala que visava mercado externo e que dependia do capital externo para industrializar, os *chaebols* conseguiram monopolizar vários setores de mercado. Por exemplo: em 1988, os *chaebols* correspondiam quase a 80% do PIB coreano, e em meados dos anos 90, só a família de Chung, Joo Young, fundador do grupo empresarial *Hyundai*, controlava 22% do PIB coreano.

<sup>138</sup> Na prática das garantias de débitos cruzados, as empresas subsidiárias de um mesmo grupo se tomavam fiadoras umas das outras.

<sup>139</sup> Como essas indústrias são de capital intensivo, escala, de produtos homogênicos e longa duração de investimento, a estrutura de mercado tende a ser oligopolista.

<sup>140</sup> Cf. Park (2000), *apud* Spencer (1977).

capacidade de produção nos mesmos segmentos industriais pelos diferentes grupos empresariais coreanos<sup>141</sup> acabou minando os fundamentos microeconômicos de vários *chaebols*.

Entretanto, esses setores representavam os setores mais importantes na composição das indústrias, de modo que a capacidade ociosa decorrente do aumento excessivo na capacidade de produção nesses setores significava excesso de investimentos, excesso de empregados e excesso de dívidas das empresas. Deste modo, nos mercados havia a competição destrutiva, o que por fim implicou a crise financeira.

Como a desaceleração da economia começou no quarto trimestre de 1995, as empresas que alavancaram começaram a ter dificuldades financeiras. Quando a taxa de lucratividade supera a taxa de empréstimo, o *Return on Equity* (ROE) é alto; desta maneira, a alavancagem funciona. Mas quando a taxa de lucratividade não supera a taxa de empréstimos, a alavancagem da dívida tem impacto negativo proporcional ao capital da empresa, ou seja, o capital da empresa pode ser negativo conforme a intensidade de impacto.

---

<sup>141</sup> Uma herança da estratégia de gerenciamento de *portfolio* pelo governo, no começo da industrialização, concentrando em alguns produtos para industrializar e exportá-los.

As principais atividades dos 5 maiores grupos empresariais. (Final de 1997)

Tabela (3.2.1)

Grupo	Hyundai	Samsung	Daewoo	LG	SK	Outras empresas
Automóvel	Hyundai motores, Hyundai mechanics	Samsung motors	Daewoo Motors, Daewoo heavy industrie			Kia motors, Asia motors
Construção Naval	Hyundai heavy industrie	Samsung heavy industrie	Daewoo heavy industrie			Halla heavy industrie, Hanjin heavy industrie
Petroquímica	Hyundai petroquímica	Samsung petroquímica		LG petroquímica	SK (s.a.)	Daelim etc
Aviação	Hyundai aviação	Samsung aviação	Daewoo Aviação			KAL aviação
Chips	Hyundai eletronic	Samsung eletronic		LG semiconductors		
LCD	Hyundai electronics	Samsung eletronic		LG semiconductors, LG eletronic		
Computador Pessoal		Samsung eletronic	Daewoo communication	LG eletronic		Trigem etc
Combustível	Hyundai combustível			LG-CALTEX combustível	SK (s.a.)	Hanhwa energy, Ssang yong combustível

Fonte: Nova Política Industrial na Coreia no Novo Milênio.

A ampliação da capacidade da produção baseou-se em empréstimos externos. Neste sentido, a estrutura financeira das empresas coreanas era muito frágil devido à alavancagem financeira feita de fato para buscar uma fatia maior de *marketing share*. Ainda como também os setores eram sensíveis ao ciclo da economia – e os produtos eram basicamente homogêneos –, a lucratividade das empresas ficava extremamente vulnerável em relação ao ciclo de preço no mercado internacional.

A economia coreana dependia das exportações, como podemos ver na tabela (3.1.1), e os grandes conglomerados eram pilares das exportações em decorrência da política industrial. E suas exportações estavam baseadas nos pequenos itens de forma concentrada, como visto na tabela (3.2.1). A queda de preços destes artigos afetava a lucratividade das empresas, implicando um déficit comercial maior em 1996 e 1997<sup>142</sup>.

<sup>142</sup> No ponto de vista de Kim (1998), havia plenas razões para que o governo e o empresariado coreanos acreditassem que a deterioração corrente e a desaceleração econômica desde 1995 eram causadas principalmente pelos fatores cíclicos. Em decorrência da baixa taxa de crescimento da produção industrial nos

Em 1997, a taxa média das dívidas das indústrias coreanas de transformação era de 396% em relação ao capital dessas empresas. Para se comparar, em 1996 as empresas americanas similares tinham uma dívida de 154%; as empresas japonesas equivalentes deviam 193% e, em Taiwan, as empresas de transformação tinham uma dívida de 86% do total de seu capital. Os 30 maiores grupos empresariais coreanos tinham, em 1997, dívidas de 519%, em média, em relação ao seu capital<sup>143</sup>.

O alto endividamento dos grupos empresariais foi decorrente principalmente da diversificação dos conglomerados coreanos sem considerar a rentabilidade dos investimentos<sup>144</sup>, ver tabela abaixo.

Diversificação de setores e de empresas dos conglomerados	Tabela (3.2.2)			
	1994	1995	1996	1997
Setores que atuam em média	19.1 (29.6)	18.5 (29.8)	18.8 (29.6)	19.8 (30.0)
Empresas afiliadas em média	20.5 (41.6)	20.8 (41.4)	22.3 (41.2)	27.3 (52.4)

Fonte: Nova Política Industrial na Coréia no Novo Milênio

( ) refere-se a média de setores e afiliadas dos 5 maiores grupos empresários coreanos.

---

países industrializados, havia uma demanda fraca dos setores de petroquímica, metal e semicondutores em 1995. Deste modo, a diminuição da demanda de semi-condutores (preço de *memory chip* tinha caído mais do que 80% em 1996) – o produto mais exportado em volume financeiro – bateu forte a economia coreana.

<sup>143</sup> O governo coreano, nos anos 60, para incentivar o investimento na produção, criou a lei segundo a qual as empresas que pegassem empréstimo do banco poderiam deduzir no imposto de renda jurídica até 38% do valor de juros pagos às empresas financeiras. Assim, a empresa que não tomasse empréstimos bancários na prática acabava pagando mais imposto de renda pessoa jurídica. Essa lei efetivamente incentivou as empresas em geral a tomarem empréstimos como uma “norma geral de conduta” para iniciar qualquer negócio no começo da industrialização coreana, sobretudo concenente à produção. Assim, foi dado o início do processo de endividamento das empresas que culminaria com o estreito relacionamento entre empresários, governo e banqueiros.

<sup>144</sup> Cf. Krugman (1998).

### 3.3 A economia de bolha

Em meados da década de 1980, a Coréia teve grandes superávits no balanço comercial. Na época, o governo acreditava que os superávits eram estruturais; entretanto, *ex post*, viu-se que os superávits eram conjunturais, devido sobretudo a três fatores: a taxa de juros baixos, os preços das *commodities* em queda e o yen valorizado.

Com os acordos de *Plaza* de 1985, o yen japonês começou a valorizar em relação ao dólar americano. Como a moeda coreana, o won, estava informalmente atrelada ao dólar americano e os produtos coreanos exportados coincidiam muito com os produtos similares do Japão, a alta do yen, em relação ao dólar, barateou o preço dos produtos coreanos, comparados aos similares japoneses, produzindo assim superávits no balanço comercial, enquanto o yen estava valorizado nos anos de 1986 – 1989, ver tabela (3.3.1).

Variação de câmbio e transações de conta corrente (em US\$ bilhões)													Tabela (3.3.1)	
ano	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Won/	890.	861.	792.	684.	679.	716.	760.	788.4	808.	788.	774.	844.	1415	1207
US\$	2	4	3	1	6	4	8		1	7	7	2	.	
Yen/	235.	168.	144.	128.	137.	144.	134.	126.6	111.	102.	94.0	116.	129.	130.
US\$	5	5	6	1	9	7	7		2	2	6	0	9	9
super	-0.79	4,70	10,0	14,5	5,36	-2,00	-8,31	-3,94	0,98	-3,86	-8,50	-23,0	-8,16	40,0
ávit		9		0					9					3
%/	6.5	11.6	11.5	11.3	6.4	9.5	9.1	5.1	5.8	8.6	8.9	7.1	5.5	
PIB														

Fonte: National Stastical Organization e Samsung Economic Research Institute.

A segunda linha representa o Won em relação a 1 dólar americano.

A terceira linha representa o Yen em relação a 1 dólar americano.

A quarta linha representa superávit ou déficit na conta corrente coreana em US\$ bilhões.

A quinta linha representa a expansão do produto interno bruto coreano.

Devido à expansão econômica, que resultou do crescimento da renda, do *boom* das exportações e da política de expansão habitacional, a economia coreana no final dos anos 80 começou a apresentar os sinais clássicos da economia de bolha<sup>145</sup>: os valores dos imóveis<sup>146</sup> mais do que dobravam por ano em determinadas regiões.

Número total de habitações					Tabela (3.3.2)
Ano	1965	1970	1980	1985	1990
nº de habitações	3.912.000	4.360.000	5.319.000	6.104.000	7.571.000

Fonte: National Stastical Office

Então, a valorização dos imóveis foi muito superior em relação aos juros bancários durante duas décadas – uma fase de grande valorização dos imóveis começou nos anos 70 e acentuou-se muito principalmente nos anos 80. Deste modo, tanto as pessoas físicas, quanto as jurídicas tomavam empréstimos bancários dando como garantia os imóveis. Como estas garantias (os imóveis) tinham valorização muito maior do que o valor de juros pagos ou a pagar, os devedores de empréstimos, além de não terem problemas de renovação do contrato de empréstimo, podiam pegar mais empréstimos com o tempo<sup>147</sup>.

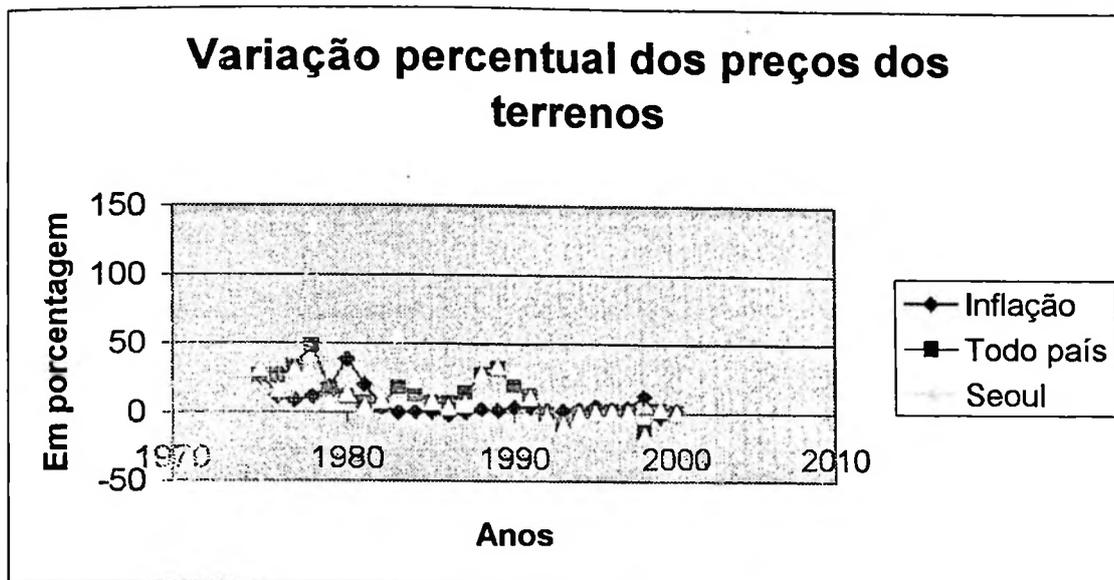
<sup>145</sup> A economia de bolha, no caso do setor imobiliário se deve primeiro ao crescimento econômico. Como o alto nível de crescimento econômico criava muitas demandas, desse modo, os empresários até tomaram empréstimo de capital com agiotas. No entanto, com a primeira crise do petróleo, no começo dos anos 70, os empresários ficaram à beira da falência. Assim, o governo, com o intuito de atenuar a situação dos empresários, congelou as dívidas de *curb market* (08/72). Após essa medida do governo, os agiotas e investidores buscaram um investimento seguro, no caso os imóveis, que já estavam em alta com a melhoria de renda das classes alta e média.

Quando o governo congelou todas as dívidas de *curb market* em agosto de 1972, o valor total dos empréstimos correspondia a um terço de todos os empréstimos feitos pelo setor bancário.

Pela pesquisa feita pelo Samsung Economic Research Institute, no ano seguinte da crise monetária coreana (1998), constatou que embora os preços dos imóveis já estivessem na trajetória de queda desde 1991. Na queda verificada de 10,8% do PIB coreano, após a crise financeira, pelo menos de um terço queda, ou seja, a queda de 3,2% do PIB teve consequência direta da queda dos preços de ativos. E ainda pesquisa constatou que preços de prédio, casa, apartamento perderam 11,8% do valor, correspondendo 66 trilhões de won (quase US\$ 50 bilhões) e terreno perdeu 20% do valor, correspondendo 250 trilhões de won (quase US\$ 200 bilhões), após a crise monetária

<sup>146</sup> Devido à especulação imobiliária, o governo, em 1991, teve que criar um projeto para conter a especulação imobiliária.

<sup>147</sup> Para Kim (1998), o alto nível de crescimento econômico contínuo gerou um otimismo excessivo. Desta forma, otimismo em excesso combinado com políticas tal como a regulamentação financeira insuficiente e a garantia implícita do governo para sistema bancário foram suficiente em criar incentivos que conduzia para rápido empréstimo doméstico e finança externa. O excesso de tomada de empréstimo e o excesso de investimento significaram excessiva demanda por ativos. O resultado é um aumento de preços de ativos em oferta limitada, formando a bolha.



Fonte: Korea Land Company (Koland).

Essa prática provocou, então, uma espiral de preços dos imóveis, gerando, em consequência, dois graves problemas na economia coreana. Primeiro, na medida em que os preços dos imóveis inflacionados tornaram-se garantias inflacionadas para empréstimos inflacionados, e estes, por sua vez, inflacionaram os preços dos imóveis ainda mais, desenvolveu-se a economia de bolha<sup>148</sup>. Além disso, decorrente dessa espiral de preços, o sistema de fiscalização dos empréstimos bancários acabou sendo amplamente desestruturado.

O surgimento dos novos *Chaebols*, que tiveram pouca ligação com as atividades industriais no início da industrialização coreana, está diretamente relacionado com essas especulações imobiliárias. Com o capital ganho com a especulação imobiliária, os novos *Chaebols* partiram para novos negócios visando basicamente o mercado interno. Não

<sup>148</sup> No entender de Krugman (1998), o problema começou com os intermediários financeiros – instituições financeiras – que eram essencialmente desreguladas e viam as dívidas como de ter uma garantia do governo implícita, e desse modo sujeito a severo problemas de *moral hazard*. O empréstimo de risco excessivo dessas instituições criaram inflação – não de produtos, mas de preços de ativos. As altas de preços de ativos foram sustentadas em parte por uma espécie de processo circular, em que a proliferação dos empréstimos de risco aumentou os preços dos ativos de risco, fazendo a condição financeira de intermediários parecerem mais sadia do que era. E então a bolha estourou. Ainda, o autor sugere que o mecanismo de crise envolve o mesmo processo circular em reverso: a queda dos preços de ativos faz a insolvência de intermediários, forçando-os a cessarem operações, levando assim à maior deflação de ativos.

obstante estarem atuando em novos ramos de negócios, eles continuavam a usar os mesmos métodos de gerência administrativa que vinham das especulações imobiliárias.

Muitas vezes, era difícil distinguir quais eram as intenções desses empresários, na medida em que os ativos das empresas (terrenos, prédios) eram usados como garantias de empréstimos; por sua vez, os empréstimos eram usados para investimentos das empresas (como a compra de terreno para uma fábrica ou construção de prédios). Por isso, quando os imóveis pararam de aumentar de preços no começo da década de 90, esses *Chaebols* começaram a enfrentar dificuldades. A maioria desses *Chaebols*, que quebraram na véspera ou durante a crise cambial, fez fortuna com a especulação imobiliária.

Um exemplo típico foi o grupo empresarial *Hanbo*<sup>149</sup>: o presidente e sócio majoritário do grupo, no julgamento do processo da liquidação do grupo, culpou os bancos pela bancarrota do grupo, alegando que os bancos não renovaram os créditos e que, se tivessem renovado os créditos, não teria falido, e que as garantias (terrenos e prédios das fábricas) que ele tinha dado para o empréstimo teriam uma valorização superior em 5 ou 10 anos em relação aos valores do empréstimo e de juros.

### **3.4 A estrutura financeira e a origem do endividamento das empresas e a governança corporativa**

Para fomentar a economia, é imprescindível a formação de capital para fazer investimentos de compra de maquinaria, para a construção de fábricas, etc. Neste sentido, o banco tem um papel fundamental: através da poupança, o banco canaliza os pequenos valores depositados para um investimento através de empréstimos, ajudando assim a formar um grande capital. Desta maneira, a formação do grande capital propicia a economia de escala, possibilitando aumentar a produtividade marginal de um pequeno capital. A consequência de uma adequada formação de capital é que, além de uma melhor performance no uso, cria estabilidade econômica. O pagamento de juros sobre a poupança

---

<sup>149</sup> Na época, o grupo empresarial *Hanbo* estava entre os dez maiores grupos empresariais da Coreia.

captada induz mais depósitos de poupança, ajudando assim a formar o capital que, por fim, será investido na economia real<sup>150</sup>.

Certamente, “a execução das políticas de promoção industrial beneficiou-se da égide de um aparato financeiro arquitetado *ad hoc* pelo governo. Este aparato dotou as autoridades econômicas da capacidade institucional de intervir seletivamente na economia”<sup>151</sup>, para facilitar a industrialização no país<sup>152</sup>, através de práticas e regulamentações, muitas vezes resultando juros reais negativos. Esta prática facilitou os investidores que tomavam empréstimos: a taxa de juros pagos por estes tomadores por muitos anos era muito menor, ou perto, da taxa de inflação.

Com o excesso de demanda de empréstimos, então, as firmas que tinham melhor avaliação de crédito e/ou garantia levavam vantagem: em geral, eram as grandes empresas, os *chaebols*, que tinham preferências dos bancos, gerando, assim, um círculo que duraria décadas

O resultado desse estado de coisas é que, com a escassez de capital, o setor rural e as pequenas e médias empresas não tinham expectativa de receber os benefícios do sistema financeiro. Desta forma, para resolver o problema de crédito do setor, os agricultores tomavam empréstimos que chegavam a pagar 100% a.a. de juros para *curb market*. Por sua vez, o setor das P&M enfrentava uma situação um pouco melhor, pagando uma taxa de 30% a.a. de juros. Com isso, no entanto, o setor das P&M não conseguia se estruturar, o que no futuro criaria um seríssimo problema na estrutura industrial coreana. Deste modo, os *Chaebols* se beneficiavam da política coreana de juros, em detrimento dos setores agrícola e das P&M.

Com a prática de política de juros baixos, o setor financeiro não tinha condições de emprestar dinheiro através da poupança captada, dependendo do Banco Central para emprestar. No entanto, convém ressaltar, pelo regulamento em vigor, o setor financeiro só podia emprestar o dinheiro tomado do Banco Central para empresas de produção.

---

<sup>150</sup> Cf. Kim (1995).

<sup>151</sup> Ver Aldrighi (1994).

<sup>152</sup> Conforme Aldrighi (1994), “Zysman (1983) examina a influência das estruturas financeiras nacionais sobre o padrão de desenvolvimento industrial (que envolve as estratégias econômicas governamentais, as atitudes do empresariado, as coalizões políticas etc). A tese de Zysman é que as peculiaridades do sistema financeiro, ao moldar a natureza dos vínculos entre bancos, indústria e governo na questão do financiamento, têm implicações decisivas sobre o processo de transformação industrial. (...) Assim, por exemplo, um sistema financeiro assentado em créditos cujos preços e quantidades são manejados discricionamente pelo estado capacitá-lo-ia a implementar sua estratégia de desenvolvimento industrial”.

### 3.4.1 O sub-desenvolvimento do mercado financeiro

O governo coreano dominou o setor financeiro para auxiliar na industrialização do país, através do controle das taxas de juros da distribuição dos recursos financeiros<sup>153</sup>.

Neste sentido, com a intenção de facilitar a política financeira, o governo, na década de 60, estatizou os bancos e diminuiu a independência do *BOK*, passando o controle do mesmo para o Ministério da Fazenda. Foram criados também vários bancos específicos para fomentar a economia nacional.

Já nos anos 80, com o crescimento econômico do setor financeiro e, paralelamente, face à pressão externa em torno de uma maior abertura de mercados, o governo privatizou uma parcela deste setor, sem, contudo, perder o controle.

Como se vê na tabela abaixo – através da prática da diferenciação das taxas de juros para exportadores e para tomada de empréstimos comuns –, a taxa de juros real cobrada era negativa nos anos 70.

Ainda: através da política de distribuição de créditos, assim restringindo a competição no setor bancário na Coreia – os bancos se limitaram a essa “função auxiliadora” para a industrialização, não se transformando para ser uma indústria financeira “moderna”. Deste modo, as operações bancárias não progrediram no sentido dos bancos atuais, ou seja, selecionar bem os tomadores de empréstimos e criar novos produtos financeiros. Além disso, as empresas financeiras não avaliavam bem os créditos e a potencialidade dos negócios das empresas devedoras ou tomadoras de empréstimo, devido às conseqüências diretas - a economia de bolha e a estrutura econômica vigente<sup>154</sup>.

---

<sup>153</sup> Segundo Kim (1998), Durante todo período de crescimento rápido, os bancos coreanos foram servidos como instrumentos de política industrial de Estado. O controle governamental da alocação de crédito funcionou bem suficiente no começo, quando a economia era relativamente simples e aumento de produção era investir pesadamente e copiar tecnologia dos países industrializados. Mas o hábito dos bancos em empréstimo orientado pelo governo mais baseado em considerações políticas do que da própria avaliação de risco criaram expectativas entre bancos e firmas que o governo socorrerá se for preciso. Conseqüentemente firmas tomaram e investiram demais enquanto que bancos emprestaram de forma imprudente, nos anos 90, com abundância de liquidez no mercado financeiro internacional, bancos coreanos e *chaebols* podiam pegar emprestado livremente no exterior. O custo baixo de capital era um convite para investimento financiado e a alta proporção de dívida em relação ao capital tornaram marca registrada da estrutura financeira dos *chaebols*.

<sup>154</sup> As instituições financeiras privilegiavam empréstimos para empresas de grande porte e para possuidores de garantias – basicamente, imóveis.

A evolução da taxa anual de juros da Coréia do Sul em %

Tabela (3.4.1)

Ano	IPA	Poupança	CP	PE	CP
63	20.6	15.0	13.9	9.1	52.4
64	35.1	15.0	14.0	8.0	61.4
65	9.9	30.0	24.0	6.5	58.8
66	8.6	30.0	24.0	6.5	58.7
67	6.5	30.0	24.0	6.0	56.4
68	8.1	25.2	26.0	6.0	55.9
69	6.9	22.8	24.6	6.0	51.2
70	9.4	22.8	24.0	6.0	50.8
71	8.6	21.3	22.0	6.0	46.3
72	13.8	12.6	15.5	6.0	38.9
73	6.9	12.6	15.5	7.0	39.2
74	42.1	15.0	15.5	9.0	37.6
75	26.5	15.0	15.5	7.0	41.3
76	12.2	16.2	18.0	8.0	40.5
77	9.0	14.4	19.0	8.0	38.1
78	11.6	18.6	19.0	9.0	41.7
79	18.8	18.6	19.0	9.0	42.4
80	38.9	19.5	20.0	15.0	45.0
81	20.4	16.2	17.0	15.0	45.0
82	4.6	8.0	10.0	15.0	35.3
83	0.2	8.0	10.0	10.0	30.6
84	0.7	10.0	10.0	10.0	25.8
85	0.9	10.0	10.0	10.0	24.9
86	-1.5	10.0	10.0	10.0	24.0
87	0.5	10.0	10.0	10.0	24.3

Fonte: Shin in Estudos Econômicos, pagina 348, volume 31 - nº 2 – 2001

IPA – Índice de preços por atacado; Poupança – Taxas de juro da poupança; CP – Taxas de juro cobrado pelos bancos; PE – Taxas de juro para a exportação; CP – Taxas de juro cobrado pelos particulares (*curb market*).

### 3.4.2 A inadequação da fiscalização financeira

Entre 1994 e 1996, o governo autorizou a transformação das 24 firmas financeiras que atuavam basicamente nos investimentos em *merchant banks*, sem seguir as normas do sistema financeiro<sup>155</sup>.

Estes *merchant banks* não tinham experiência no câmbio. mesmo assim, para aproveitar a arbitragem de câmbio e as diferenças de taxas de juros internos e externos, os *merchant banks* tomaram empréstimos em moeda estrangeira sem fazerem *hedge* e investiram mal, de modo que, dos 24 recém- transformados *merchant banks*, 16 fecharam as portas na época da crise cambial e, em 2001, restavam apenas 4 *merchat banks*<sup>156</sup>.

Em geral, estes recém-transformados *merchant banks* eram subsidiários de grupos empresariais de padrão médio ou tinham, como sócios majoritários, donos de grupos empresariais. Por lei, esses bancos podiam conceder empréstimo de até 150% do próprio capital do banco para empresas coligadas e 100% de empréstimo para o controlador (sócio majoritário).

Isto criou um processo de falências em dominó, ou seja, se uma das firmas do grupo falia, conseqüentemente o banco do grupo falia, porque o banco tinha se tornado o cofre do grupo empresarial, através de empréstimos ou pela compra dos títulos das empresas do grupo. Não havia norma específica, por parte do governo, para esse tipo de transação.

A fiscalização das empresas financeiras era limitada e dispersa pelos diferentes departamentos das operações; por isso era muito difícil fiscalizar as empresas como um todo na forma administrativa.

---

<sup>155</sup> Havia muita discussão se havia irregularidade na autorização para transformar as firmas de investimento em *merchant banks* nas duas vezes, respectivamente em 1994 e 1996. O aumento de 24 *merchant banks* em 2 anos, sem levar a consideração do tamanho do mercado relevante, resultou numa competição destrutiva, inclusive no âmbito da tomada de empréstimos em moedas estrangeiras.

<sup>156</sup> O valor total de empréstimos tomados pelos *merchant banks* em moeda estrangeira é de US\$ 3 bilhões, segundo o ex-ministro da Fazenda. A grande maioria dos *merchant banks* tinha tomado os empréstimos em moeda estrangeira dos bancos coreanos. Quando os bancos tiveram problemas de liquidez em moeda estrangeira, resgataram imediatamente a moeda estrangeira que tinha sido emprestada para os *merchat banks*, provocando, assim, o problema de liquidez da moeda estrangeira. Pelas normas vigentes, cabia ao BOK fiscalizar o setor de câmbio dos bancos. No entanto, apesar de *merchant banks* atuarem no setor de câmbio, a fiscalização dos *merchant banks* pertencia ao ministério da fazenda, ou seja, mesmo no governo existia uma desorganização para fiscalizar o setor de *merchant banks* no que concerne à transações de moeda estrangeira.

Não havia, de fato, o responsável para fiscalizar a tomada de empréstimos e o uso destes empréstimos para bancos coreanos: em março de 1997, o ministério da Fazenda, preocupado com os empréstimos externos de curto prazo, racionou, pondo limites, os empréstimos com prazo mais de 3 anos para bancos. Sem condição de tomar empréstimos com prazo superior de 3 anos acima de cotas permitidas pelo ministério da fazenda, os bancos tomaram empréstimos de curto prazo e os usaram para finalidade de longo prazo, criando, assim, o problema de excesso de dívida de curto prazo em relação à composição das dívidas.

### 3.4.3 O endividamento das empresas

Segundo Claessens *et al*<sup>157</sup>, tornou-se claro, *ex post*, que os desempenhos operacionais das empresas do Leste da Ásia não eram melhores, como muitos tinham pensado; na verdade, a estratégia dessas empresas de fato envolvia investimentos de altos riscos. O pobre desempenho e a estrutura financeira perigosa não estavam notavelmente caracterizados antes da crise na região.

Retorno sobre ativos (ROE) para empresas de 9 países asiáticos, EUA e Alemanha Tabela (3.4.2)

Pais	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1988-1996
Hong Kong	5.1	5.3	4.9	4.8	4.5	3.8	3.9	3.9	4.1	4.6
Indonésia	-	-	9.4	9.1	8.6	7.9	7.4	6.2	6.5	7.1
Japão	5.7	5.4	4.6	4.7	4.8	4.5	4.1	3.8	3.6	4.1
<b>Coréia</b>	<b>4.4</b>	<b>3.9</b>	<b>4.1</b>	<b>4.0</b>	<b>3.9</b>	<b>3.6</b>	<b>3.4</b>	<b>3.6</b>	<b>3.1</b>	<b>3.7</b>
Malásia	5.4	5.6	5.4	6.2	6.0	6.5	6.3	6.1	5.6	6.3
Filipinas	-	-	-	7.1	6.4	8.1	8.5	6.8	8.4	7.9
Cingapura	4.9	4.5	4.2	3.9	5.2	4.6	4.5	3.9	4.0	4.4
Taiwan	-	-	-	5.1	6.2	6.5	6.8	6.5	6.6	6.7
Tailândia	10.8	11.0	11.7	11.2	10.2	9.8	9.3	7.8	7.4	9.8
USA	4.7	4.8	5.1	4.9	5.2	5.4	5.3	5.2	5.2	5.3
Alemanha	5.3	5.5	5.5	5.7	5.6	5.2	5.1	4.9	5.0	4.7

Fonte: Claessens et al (1998).

(%, média, em moeda local)

<sup>157</sup> Ver Claessens et al (1998).

Tabela (3.4.2) mostra relativamente o mais baixo retorno de *Return on Equity* (ROE) nas empresas coreanas em média, somente 3.7%, entre 1988 e 1996, e pode-se notar que o ROE na Coreia estava diminuindo quase consecutivamente.

A margem operacional para empresas de 9 países asiáticos, EUA e Alemanha. Tabela (3.4.3)

Pais	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1988-1996
Hong Kong	23.5	19.5	22.2	19.6	17.4	16.6	17.3	14.6	14.2	18.7
Indonésia	-	-	-	35.7	33.3	34.4	32.8	31.2	30.6	32.9
Japão	22.2	22.7	22.9	22.4	21.9	21.8	21.8	23.1	23.3	22.1
<b>Coréia</b>	<b>13.7</b>	<b>16.8</b>	<b>17.3</b>	<b>16.9</b>	<b>19.2</b>	<b>18.7</b>	<b>19.6</b>	<b>21.4</b>	<b>22.1</b>	<b>19.6</b>
Malásia	16.4	16.3	17.1	17.3	17.6	17.4	18.4	19.5	25.5	18.1
Filipinas	-	-	-	36.1	26.4	26.4	27.5	30.8	33.3	27.7
Cingapura	17.3	16.7	16.8	15.5	15.5	15.2	14.1	13.6	13.1	14.9
Taiwan	-	-	-	25.4	21.4	22.7	22.6	22.3	21.9	22.6
Tailândia	21.9	24.3	25.7	27.3	25.9	25.1	24.9	24.7	22.7	25.2
USA	14.1	13.9	14.1	14.3	15.5	14.0	14.7	14.8	14.6	14.4
Alemanha	13.2	13.4	13.7	13.5	13.8	14.1	15.6	16.7	17.1	14.6

Fonte: Claessens et al (1998).

(%, média)

Crescimento real de vendas (ano a ano) para empresas de 9 países asiáticos, EUA e Alemanha.

Pais	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1988-1996
Hong Kong	10.1	11.6	10.2	12.4	9.8	9.4	9.7	11.8	9.2
Indonésia	-	-	-	10.7	12.1	12.4	9.4	8.3	10.6
Japão	7.4	8.2	8.4	8.3	8.8	8.5	7.2	4.3	7.7
<b>Coréia</b>	<b>8.4</b>	<b>8.7</b>	<b>8.2</b>	<b>8.3</b>	<b>7.6</b>	<b>7.3</b>	<b>7.2</b>	<b>8.6</b>	<b>8.2</b>
Malásia	9.7	12.3	11.8	12.7	13.1	12.6	11.7	11.9	11.9
Filipinas	-	-	-	8.4	6.7	7.6	10.6	12.2	8.2
Cingapura	8.4	8.6	8.1	9.4	11.6	11.8	10.2	7.7	8.7
Taiwan	-	-	-	7.1	11.3	10.3	9.7	8.4	9.3
Tailândia	11.6	10.3	10.8	9.6	8.3	10.1	10.7	5.7	9.7
USA	4.3	3.4	-1.8	4.3	2.8	6.9	4.1	4.3	3.7
Alemanha	5.0	4.4	5.1	1.1	-4.2	2.3	1.3	4.7	2.6

Fonte: Claessens et al (1998).

(%, média)

Tabela (3.4.4)

No entanto, muitas empresas dos países asiáticos tinham uma média alta de taxa de crescimento em vendas comparada em relação à Alemanha e aos EUA, ver tabela (3.4.4).

Os crescimentos das taxas das vendas foram mantidos altos – assim como nas taxas similares nos países do Leste Asiático – refletindo em parte alta taxa de investimentos nessa região, ver tabela (3.4.5). Calculada a taxa de investimento em termos de um dólar investido, em proporcionalidade, em relação aos ativos fixos já existentes. Nota-se que a Coreia foi o país que mais investiu de 1988 a 1996.

Investimento de capital para empresas de 9 países asiáticos, EUA e Alemanha. Tabela (3.4.5)

Pais	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1988-1996
Hong Kong	14.3	16.6	8.3	7.6	7.2	19.8	7.6	5.8	9.3	8.3
Indonésia	-	-	-	12.4	13.4	8.6	15.8	13.8	11.8	12.7
Japão	11.6	14.2	8.3	4.6	7.6	6.8	7.3	7.5	7.1	8.0
<b>Coréia</b>	<b>15.6</b>	<b>13.8</b>	<b>13.2</b>	<b>19.6</b>	<b>11.6</b>	<b>11.2</b>	<b>12.2</b>	<b>12.4</b>	<b>13.7</b>	<b>13.6</b>
Malásia	8.6	7.6	8.9	9.6	11.3	13.4	15.2	14.6	16.1	10.7
Filipinas	-	-	-	9.1	8.9	7.8	13.5	14.1	14.5	10.8
Cingapura	7.8	7.6	7.4	8.8	9.6	11.3	13.4	12.5	13.5	10.4
Taiwan	-	-	-	14.3	8.2	8.4	8.7	11.2	8.6	8.7
Tailândia	10.4	12.9	12.3	15.0	14.9	15.0	14.7	14.5	5.8	13.8
USA	3.8	4.1	3.0	-1.4	4.0	2.6	6.4	3.7	3.8	3.4
Alemanha	4.9	4.8	4.2	5.0	0.9	-3.8	2.1	1.3	4.6	2.5

Fonte: Claessens et al (1998).

(% , média)

Deste modo, como observam Claessens *et al.* (1998), o grau de risco inerente na estrutura de débitos nas empresas do Leste Asiático era evidente nos dados. A alta taxa de investimentos, relativamente baixos de ROEs para alguns países, significaram que o financiamento externo tinha que ser grande como fonte de capital, em consequência de ganhos retidos eram limitados.

Este alto nível de financiamento externo, geralmente feito através do sistema bancário, tem sido uma característica da *East Asian Miracle*. Neste sentido, a alavancagem das empresas coreanas ocorre mais na década de 90, em grande parte graças à liberalização financeira de 1992, que propiciou maior facilidade de tomada de empréstimos – ver tabela 3.4.6. Deste modo, a alavancagem, definida como débito total sobre *equity*, era alta para muitas empresas da Coréia, muito acima das empresas do mesmo padrão de outros países em desenvolvimento de outro continente e/ou dos países mais industrializados.

Alavancagem para empresas de 9 países asiáticos, EUA e Alemanha. (% , média) Tabela (3.4.6)

Pais	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1988-1996
Hong Kong	1.832	2.311	1.783	2.047	1.835	1.758	2.273	1.980	1.559	1.902
Indonésia	-	-	-	1.943	2.097	2.054	1.661	2.115	1.878	1.951
Japão	2.994	2.843	2.871	2.029	2.042	2.057	2.193	2.367	2.374	2.302
<b>Coréia</b>	<b>2.820</b>	<b>2.644</b>	<b>3.105</b>	<b>3.221</b>	<b>3.373</b>	<b>3.636</b>	<b>3.530</b>	<b>3.776</b>	<b>3.545</b>	<b>3.467</b>
Malásia	0.727	0.810	1.010	0.610	0.627	0.704	0.991	1.103	1.176	0.908
Filipinas	-	-	-	0.830	1.186	1.175	1.148	1.150	1.285	1.129
Cingapura	0.765	0.922	0.939	0.887	0.856	1.102	0.862	1.037	1.049	0.936
Taiwan	-	-	-	0.679	0.883	0.866	0.894	0.796	0.802	0.820
Tailândia	1.602	1.905	2.159	2.010	1.837	1.914	2.126	2.224	2.361	2.008
USA	0.798	0.848	0.904	0.972	1.059	1.051	1.066	1.099	1.125	1.034
Alemanha	1.535	1.552	1.582	1.594	1.507	1.534	1.512	1.485	1.472	1.514

Fonte: Claessens et al (1998).

Observando a tabela acima (3.4.6), a maioria das empresas dos países do Leste Asiático aumentou a alavancagem nos últimos anos. Esta facilidade na tomada de empréstimos deve-se ao bom conceito que essas empresas do Leste Asiático tinham no mercado financeiro: as empresas do Leste Asiático eram consideradas uma parte importante para contribuição do milagre da Ásia e geralmente eram vistas como muito competitivas e adeptas a explorarem as oportunidades de novos mercados. E, conseqüentemente, conseguiam atrair soma considerável de capital estrangeiro – no caso coreano, consistia em grande parte de curto prazo – para implementar nos seus projetos empresariais até a véspera da crise cambial da região, ver tabela (3.4.7).

A distribuição de débitos: empréstimo externo e interno de curto e longo prazo das empresas.

	Empréstimo externo de curto prazo	Empréstimo externo de longo prazo	Empréstimo interno de curto prazo	Empréstimo interno de longo prazo
Indonésia	0.205	0.196	0.314	0.28
<b>Coréia</b>	<b>0.294</b>	<b>0.170</b>	<b>0.277</b>	<b>0.25</b>
Malásia	0.321	0.110	0.357	0.21
Filipinas	0.197	0.213	0.255	0.33
Taiwan	0.223	0.192	0.239	0.34
Tailândia	0.296	0.123	0.320	0.26

Fonte: Claessens et al (1998).

(Participação, média em 1996)

Tabela (3.4.7)

No caso da Coréia, as 143 empresas pertencentes a *chaebols* listadas na bolsa da Coréia, entre 1996 e 1997, tinham um patrimônio líquido de 55 trilhões de won e uma dívida total de 247 trilhões de won em 1997. Isso representa uma relação de 449% de patrimônio líquido sobre a dívida contraída, demonstrando o grande aumento do endividamento em relação ao crescimento do patrimônio líquido, que foi de 332% em 1996.

Os 30 maiores grupos empresariais (patrimônio líquido/dívida) em bilhões de won Tabela (3.4.8)

Grupo	As empresas do grupo listadas na bolsa	1997			1996
		Dívida total	Patrimônio líquido	Dívida total/patrimônio líquido	Dívida total/patrimônio líquido
Hyundai	17	44.709	7.499	596.2%	452.7%
Samsung	12	38.738	11.407	339.6%	249.1%
LG	11	29.185	6.112	477.5%	298.6%
Daewoo	10	29.929	7.745	386.4%	312.7%
Sunkyung (SK)	7	16.874	4.762	354.3%	285.4%
Ssangyong	7	12.547	2.493	503.1%	359.1%
Hanjin	6	15.552	1.715	906.3%	548.8%
Hanhwa	4	7.482	1.293	578.3%	434.2%
Lotte	4	1.735	378	436.2%	383.3%
Kumhwo	4	4.401	1.119	393.1%	294.8%
Halla	4	4.424	456	969.9%	465.6%
Dong A	2	5.843	2.031	287.6%	275.0%
Doosan	6	3.803	644	590.2%	852.9%
Daelim	3	3.722	899	413.7%	381.6%
Hansol	6	2.598	793	327.7%	237.2%
Hyosung	2	2.491	432	576.1%	484.9%
Dongkook	6	2.886	1.004	287.5%	177.5%
Jinro	2	485	- 16	P.L. negativo	749.5%
Koolon	4	2.975	822	361.7%	285.1%
Kohap	4	3.517	829	424.2%	566.4%
Dongbu	4	3.025	904	334.4%	198.4%
Dongyang	2	1.901	526	361.0%	285.5%
Haitai	2	1.171	88	1317%	379.4%
Anam	2	3.259	92	3533%	503.1%
Hanil	2	1.915	246	777.2%	576.4%
Kyupung	4	800	345	231.6%	181.0%
Daesang	4	1.375	396	344.8%	168.0%
Shimho	2	342	61	557.3%	171.6%
Total	143	247.693	55.110		
Em média				449.4%	332.7%

Fonte: Korea Stock Exchange (KSE)

Observação: Os dois grupos empresariais, Kia e New Core não estão na lista acima.

#### 3.4.4 A governança corporativa

Os 30 presidentes, *Chaebols*, dos 30 maiores grupos empresariais coreanos, apesar de possuírem em média somente 3.26% de ações ou somando as ações que pertencem às famílias e parentes a média chegava em torno de 6,55% de todas ações de tipo ordinário das suas empresas controladas, ver tabela (3.4.9). No entanto, através de arranjos acionários que assemelhavam a alavancagem financeira<sup>158</sup>.

Os *chaebols* dirigiam o grupo empresarial, basicamente, sem ter um cargo de responsabilidade para isso; somente em 65 das 190 empresas dos grupos listadas na bolsa, eles tinham cargos de diretores. Um caso extremo é o do grupo empresarial *Samsung*: o presidente, sua família e suas parentes possuíam somente 1.78% das ações que tinham direito a voto<sup>159</sup>.

Mesmo assim, os *chaebols* tomavam decisões importantes, como no que concerne a investimentos, normalmente sem consultar o conselho administrativo, e muitas vezes sem levar em consideração as eventuais opiniões dos acionistas minoritários. Essa forma administrativa tem raiz no começo da industrialização – o modelo de governança que agregou a forma taiwanense e o *keiretsu*. Quando este modelo de governança foi adotado, a economia coreana era relativamente pequena e o governo exercia controle sobre os *chaebols* através basicamente do controle da distribuição de recursos etc. A intenção do modelo era propiciar rapidez nas decisões e criar sinergia financeira, sempre almejando o crescimento econômico do país no sentido coletivo.

No entanto com o passar do tempo, o modelo de governança permaneceu intacto, enquanto o sentido de crescimento econômico deixou de ser prioritariamente coletivo. Além disso, no governo de Kim, Young Sam, a economia coreana estava em transição para

---

<sup>158</sup> Os *Chaebols* através de uma empresa A, ou de núcleo, controlava a empresa B e esta, por sua vez, a empresa C e esta, por sua vez, a empresa A e esta, por sua vez, a empresa C e assim por diante, ou seja, através de arranjo acionário (é um tipo de alavancagem bem sucedido) os *chaebols* controlavam subsidiárias (ver Ruigrok, Winfried e Tulder, Rob van, 1995).

<sup>159</sup> Para proteger as empresas que faziam alavancagens – numa época em que, por falta de capital, a alavancagem era bem vista – o governo através da lei não permitia aquisições tipo hostil para tomada de controle da empresa. No entanto essa lei foi modificada após a crise monetária para permitir a tomada de controle tipo hostil, com a intenção de preservar os acionistas minoritários perante ao mal performance conduzido pelos sócios majoritários.

a chamada “economia de mercado”, ou seja, o governo “abdicou” do controle exercido sobre os *chaebols*. O resultado disto era que não havia transparência administrativa, o que deixou, como seqüela, as empresas altamente endividadas.

A estrutura de governança de 30 maiores grupos empresariais em final de 1997. Tabela (3.4.9)

Grupo	Ações em posse (em %)						n° total de ações comuns (em mil)
	Presidente do grupo	Família e parentes	Empresas subsidiárias	Fundo dos próprios funcionários	Total de porcentagem em domínio para dirigentes	Estrangeiros	
Hyundai	4.35	7.83	26.71	2.13	41.03	8.01	409.159
Samsung	1.30	0.48	17.14	1.70	20.61	18.96	392.345
LG	0.17	4.2	24.25	0.08	28.70	14.11	412.687
Daewoo	3.93	0.14	26.99	0.99	32.06	13.79	700.479
Sunkyung (SK)	4.80	2.97	16.21	1.67	25.66	8.66	169.354
Ssangyong	2.41	0.51	31.74	0.95	35.61	18.89	229.631
Hanjin	4.64	13.95	13.61	2.96	35.15	12.57	155.967
Kia	-	-	19.66	0.10	19.77	10.05	177.357
Hanhwa	3.20	2.57	18.24	1.02	25.03	9.77	153.670
Lotte	1.47	0.66	54.30	-	56.44	22.13	35.259
Kumhwo	0.99	3.31	11.77	-	16.07	1.74	75.173
Halla	8.07	2.76	23.68	0.11	34.63	15.72	27.661
Dong A	9.05	1.10	12.72	0.39	23.26	5.80	70.974
Doosan	1.96	9.15	34.37	0.67	46.15	1.90	40.478
Daelim	2.26	3.56	14.77	-	20.59	3.47	62.422
Hansol	2.82	3.62	16.63	3.96	27.03	6.36	45.608
Hyosung	12.04	6.03	0.97	-	19.04	13.40	17.863
Dongkook	5.24	9.03	21.12	5.54	40.92	10.24	49.820
Jinro	9.35	1.80	3.12	2.21	16.48	2.82	25.515
Koolon	4.60	2.56	12.24	0.68	20.09	9.87	41.058
Kohap	6.48	4.11	16.15	12.40	39.15	5.79	45.135
Dongbu	5.34	8.13	22.76	4.48	40.70	1.91	41.280
Dongyang	2.94	7.14	24.71	0.93	35.71	7.36	38.366
Haitai	1.53	0.64	8.91	7.64	18.73	1.64	25.282
Anam	5.63	5.64	0.23	0.47	11.96	29.43	34.184
Hanil	10.61	2.18	10.61	-	23.40	0.69	38.226
Kyupung	2.85	8.64	20.54	0.16	32.19	0.19	32.833
Daesang	8.59	14.37	14.93	-	37.89	4.78	12.599
Shinho	7.04	0.6	2.01	-	9.65	1.73	52.787
Em média	3.26	3.29	21.68	1.38	29.61	9.03	

Fonte: Korea Stock Exchange.

Observações: (1) Grupo New Core (25º) não está incluso, por não ter nenhuma empresa listada na bolsa. (2) o dado sobre total de porcentagem em domínio por dirigentes é de final de 1997 e dado sobre estrangeiros é de fevereiro de 1998.

## Considerações Finais

O governo tem um papel importante: o de responder aos fracassos do mercado, que são uma característica geral de qualquer economia com informações imperfeitas e mercados incompletos. A implicação deste aspecto é que a tarefa de fazer o Estado funcionar mais eficientemente é bem mais complicada do que simplesmente reduzir seu tamanho. Também compete ao Estado um papel importante na regulação, na política industrial, na segurança social e no bem-estar. A questão não é se o Estado deve ou não intervir. A questão é saber de que forma deve fazê-lo: o mais importante é que não se deve considerar o Estado e o mercado como substitutos um do outro<sup>160</sup>.

Na verdade, no começo dos anos 90, era visível a incapacidade coreana de criar novos empregos ou mesmo manter os vigentes, mostrando os limites do modelo de crescimento criado no começo dos anos 60. A estrutura precisava de novo paradigma para poder crescer. Era necessário introduzir os novos segmentos de indústrias baseados em conhecimentos, em geração nos países mais adiantados. Ao invés disso, formulou-se uma política de manutenção e criação de novos empregos de forma artificial, através da expansão de empréstimos.

Mas como poderia o governo coreano realizar a reestruturação de um modelo até então bem sucedido? Esta questão se complica quando consideramos que este se constituía em um governo sem visão econômica e refém de pressões políticas.

A reestruturação implicava na revisão do conceito de emprego vitalício. Este, contudo, havia se tornado um valor intrínseco à cultura coreana – elevando o custo político de tal reestruturação<sup>161</sup>.

---

<sup>160</sup> Stiglitz (1996).

<sup>161</sup> Outro complicador era o sentimento de anti-*chaebolismo*. O anti-*chaebolismo* tem raiz não na riqueza acumulada por eles, mas pelo modo que eles conseguiram a riqueza. Assim, apesar de o povo coreano achar que *chaebolismo* foi fundamental para o crescimento econômico do país, o povo repudiava profundamente a última fase do *chaebolismo*, que consistiu na conglomeração de grupo empresarial, não deixando espaço para P&M atuar no campo empresarial de forma independente. O *chaebol* foi criado para ser o capital nacional no sentido coletivo mas com o passar do tempo, perdeu esta identificação, e individualizou-se. O sentimento de anti-*chaebolismo* estava tão forte na população que, apesar da grave situação da estrutura trabalhista, o governo não ousou modificar a lei trabalhista no começo dos anos 90. A idéia de uma reestruturação do mercado de trabalho era entendida não como um movimento de reestruturação das relações institucionais, mas como mais uma tentativa de favorecer este grupo seletivo de cidadãos coreanos.

Dentro da estrutura industrial vigente, a manutenção do sistema de trabalho e a criação de novos empregos demandavam a expansão das atividades dos *Chaebols*<sup>162</sup>. Essa expansão<sup>163</sup>, financiada por meio de empréstimos, não refletia os fundamentos das firmas. Em muitos casos, essas firmas não geravam lucros suficientes para amortizar as dívidas. E nem as empresas fiadoras destas estavam obtendo lucros suficientes para serem consideradas como fiadoras confiáveis. Mesmo assim, o governo manteve, então, o funcionamento do sistema, embora os ativos das empresas – como os imóveis – já não se valorizavam havia anos – na verdade, a valorização de imóveis perdia para a inflação nos anos 90.

Mesmo sabendo disso, os banqueiros, tanto pelo resquício da prática do dirigismo e tanto pelo *moral hazard*<sup>164</sup>, administravam os empréstimos de forma frouxa, esperando outro sinal do governo para redirecionar o *modus operandi* do setor em relação à função exercida até então.

Ao mesmo tempo, no âmbito externo, os fatores econômicos estavam mudando com a globalização, criando o novo paradigma da economia. Através das desregulamentações, formou-se uma nova estrutura de competitividade internacional.

A combinação da ausência de uma política industrial bem definida, da fase de declínio da economia e da acelerada liberalização do mercado financeiro moldaram uma estrutura industrial ineficiente que não criava lucros no ponto de vista microeconômico nem superávit no ponto de vista macroeconômico.

Em decorrência desta estrutura econômica, as falências de algumas grandes empresas implicaram os créditos dos bancos a se tornarem podres, quebrando o sistema bancário. Estes fatores criaram a crise financeira. Por sua vez, os investidores estrangeiros, para evitarem os riscos das crises financeiras, retiraram os investimentos, “agindo racionalmente”, gerando, deste modo, a crise cambial, que só está sendo resolvida parcialmente pela intervenção do governo atual.

---

<sup>162</sup> Expansão era financiada através da tomada de empréstimos. De posse de novos recursos, empresas eram criadas e, com elas, novos empregos.

<sup>163</sup> O excesso de investimento refletia sim a herança dos estágios iniciais do processo coreano. Viabilizando escala e ampliando o market share, os lucros, no longo prazo, tornariam-se viáveis.

<sup>164</sup> Convém lembrar que até a eclosão da crise monetária em 1997, os presidentes de todos os bancos (estatais e privados) eram indicados pelo governo.

Ainda muitos acreditam que a crise financeira na Coreia foi provocada pelo mal gerenciamento do setor financeiro e das reservas cambiais, que eram fatores conjunturais. Diferentemente, as condições estruturais da crise de 97 resultaram diretamente da política industrial efetuada nos anos anteriores, que gerou uma estrutura industrial ineficaz ante o novo paradigma econômico. Assim, o governo, apesar de reiterar um discurso a favor da globalização, não entendia bem os fatores que estavam embutidos na globalização.

O verdadeiro problema coreano foi a ação insuficiente do governo, que subestimou a importância da regulamentação financeira e de uma estrutura jurídica eficiente (incluindo contratos, falência e legislação societária, etc.) e a situação da estrutura econômica vigente na era globalizada.

O resultado foi a constituição, lenta e gradual, de mecanismos que afetaram o modelo econômico vigente baseado em paradigmas econômicos que de alguma forma não tinham mais a vantagem comparativa, propiciando a mudança na estrutura econômica. Se o estopim foi originado por reversões nas expectativas ou por falhas nos fundamentos, certamente, ainda será uma questão a ser discutida por longos períodos. Entretanto, sem as vulnerabilidades detectadas, não haveria o efeito retro-alimentador que impulsionou a crise coreana.

## **Bibliografia**

Aldrichi, Dante Mendes, **Financiamento e Desenvolvimento Econômico: Uma Análise da Experiência Coreana**, Tese de Doutorado, FEA-USP, 1994.

Amsden, Alice H., **Asia's Next Giant. South Korea and Late Industrialization**, New York, Oxford University Press, 1989.

Baig, Taimur; Goldfajn, Ilan, **Financial Market Contagion in the Asia Crisis**, Working Paper, IMF, 1998.

Blanchard, Olivier Jean; Fischer, Stanley, **Lectures on Macroeconomics**, Cambridge, The MIT Press, 1989.

Burnside, Craig et all, **Prospective Deficits and the Asian Currency Crisis**, Working Paper, World Bank, 1999.

Canuto, Otaviano, **Brasil e Coréia do Sul. Os (des)caminhos da Industrialização Tardia**, São Paulo, Nobel, 1994.

Corsetti, Giancarlo et all, **What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?**, Working Paper, New York University, 1998a.

Corsetti, Giancarlo et all, **Paper Tigers? A Model of the Asian Currency Crisis?**, Working Paper, New York University, 1998b.

Chandler, jr., Alfred, **Scale and Scope. The dynamics of industrial capitalism**, Cambridge, The Belknap Press, 1990.

Chang, R; Velasco, A, **Financial Fragility and the Exchange Rate Regime**, Working Paper, New York University, 1998.

Cho. Dongchul; Koh Youngsun, **Liberalization of Capital Flows in Korea: Big-Bang or Gradualism?**, Working Paper, NBER, \_ .

Cho. Joon Hyun, **Modelos de Crescimento de Leste Asiático e Países em Crescimento no Leste Asiático**, Seoul, \_ , em coreano.

Claessens, S.; Djankov, S.; Lang, L., **East Asian Corporates: Growth, Financing and Risks over the Last Decade**, Working Paper, World Bank, 1998.

Daishin Economic Research Institute. **Daishin investments**, Seoul, Daeshin Publishing, 1997, em coreano.

Eichengreen, B.; Rose, A.; Wyplosz, C., **The New York Transatlantic Economy: Speculative Attacks on Pegged Exchange Rates: An Empirical Exploration with Special Reference to the European Monetary System**, New York, Cambridge University Press, 1996.

Freund, Caroline; Djankov, Simeon, **Which Firms Do Foreigners Buy? Evidence From Korea**, Working Paper, 2000.

Hong G. Min, **Dynamic Capital Mobility, Capital Market risk and Exchange Rate Misalignment: Evidence from Seven Asian Countries**, Working Paper, 2025, The World Bank, Development Research Group, \_ .

Hong. Won Tack, **As causas da crise sócio-econômica coreana**, Seoul, Mimeo, 1998, em coreano.

Jornal Joongang Ilbo, **“Dados sobre *merchant banks* coreanos”**, Seoul, Joongang Publishing, de 1992 a 1998, em coreano.

Kaldor, Nicholas, **Strategic Factors in Economic Development**, New York, W. F. Humphrey, 1967.

Kim, Chi ho, **Paradigma da Macroeconomia na Coréia**, Seoul, Hangilsa, 2000, em coreano.

Kim, Dong Hoon, **Pobreza coreana após FMI**, Seoul, \_ , em coreano.

Kim, In Joon, **As características da crise de câmbio e financeira e FMI**, Seoul, Mimeo, 1998, em coreano.

Kim, Ki Hwa, **Macroeconomia**, Seoul, Kyung Jin, 1995, em coreano.

Kim, Moon Kyung, **Venture Foundation**, Seoul, \_ , 1998, em coreano.

Kim, Sang Kwun, **Desempregos e suas soluções sob FMI**, Seoul, Mimeo, 1998, em coreano.

Kim, Woo Choon , **A Better Understanding of the Korean System of Employment Adjustment**, Seoul, Korea International Labor Foundation, 1998 (98-7), em coreano.

Kim, Woo Tack, **Lições da Crise Asiática: o caso coreano**: Korean Economic Crisis: Causes and Lessons, São Paulo, Série Assuntos Internacionais, novembro/98, IEA.

Kim, Young Rae, **Kigyosudan e Zaibatsu do Japão**, Seoul, International Trade & Business Institute, 2000, em coreano.

**Kissinger, Henry**, “A globalização”, in **Estado de São Paulo**, 04/10/98, página A2.

Korea National stastical Organization, **Dados estatísticos econômicos coreanos de 1960 – 1998**, em coreano.

Kristoff, Nicholas D. et alli, “**Contágio global**”, in Estado de São Paulo 28/02/99, pp. H1 a H12.

Krugman, Paul, **A Model of Balance of Payment – Crises**, Journal of Money, Credit and Banking 11: 311-25, 1979.

Krugman, Paul, “**The Myth of Asia’s Miracle**”, Foreign Affairs. November/December 1994.

Krugman, Paul, **Currencies and Crises**, Cambridge, The MIT press, 1997.

Krugman, Paul, **What Happened to Asia**, mimeo, 1998.

Krugman, Paul, **Crises Monetárias**, São Paulo, Makron, 2001.

Kuhner, Christoph, **Rating Agencies: Are they Credible? – insights into the reporting incentives of rating agencies in times of enhanced systemic risks –**, Working Paper, \_.

Lalkaka, R., **Supporting The Start and Growth of New Enterprises**, New York, United Nations Development Programme, 1997.

Lee, Jae Yewl, **As mudanças nas relações entre empresa e trabalho sob FMI**, Seoul, imprssso. 1998, em coreano.

Lee, Jong Wha, **Government Interventions and Productivity Growth in Korean Manufacturing Industries**, Working Paper, 5060, NBER, 1995.

Lee, Keuwn Sik, **Conglomerados e processo escrituário no setor financeiro**, Seoul, Mimeo, 1998, em coreano.

Lim, Dong Joo, **Economics of Industrial Organization**, Seoul, Chohn, 1997, em coreano.

List. Georg Friedrich, **Sistema Nacional de Economia Política**, São Paulo, Abril Cultural, 1983.

Mason, Edward S., et alii, **The Economic and Social Modernization of the Republic of Korea**. Cambridge, Harvard University Press, 1980.

McKinnon. R., **Money and Capital in Economic Development**, Washington D. C., The Brookings Institution, 1973.

McKinnon. R., **Financial Liberalization and Economic Development: a Reassessment of Interest-Rate Policies in Asia and Latin America**, IMF Occasional Paper, 6, 1988.

McKinnon, R.; Pill, H., **Financial Deregulation and Integration in East Asia: Credible Liberalizations and international Capital Flows**, Chicago, University of Chicago Press, 1996.

Obstfeld, M., **The Logic of Currency Crises**, Working Paper, NBER ,4640, 1994.

Park, Tae young, **Nova Política Industrial na Coréia no Novo Milênio**, Seoul, Nanam, 2000, em coreano.

Rattner. Henrique, **Informações FIPE: Globalização e Projeto Nacional**, São Paulo, Fipe, 1993.

Rodrik, Dani, **Getting Interventions Right: How South Korea and Taiwan grew rich**, Working Paper 4964, Cambridge, National Bureau of Economic Research, 1994.

Rojas-Suarez, Liliana, **Rating Banking in Emerging Markets: What Credit Rating Agencies Should Learn From Financial Indicators**, Working Paper, \_ , \_ .

Romer. David, **Advanced Macroeconomics**, The McGraw-Hill Companies, 1996.

Ruigrok. Winfried e Tulder, Rob van, **The Logic of International Restructuring**, London, Routledge, 1995.

Samsung Economic Research Institute, **Dados estatísticos econômicos coreanos de 1980 – 1998**. em coreano.

Samsung Economic Research Institute, **Mudança Econômica Coreana após um ano de FMI**, Seoul, em coreano.

Scherer. F. M., **Industrial Market Structure and Economic Performance**, Chicago, Rand McNally, 1980.

Schumpeter, Joseph Alois, **Teoria do Desenvolvimento Econômico: Uma Investigação Sobre Lucros, Capital, Crédito, Juro e o Ciclo Econômico**, São Paulo, Abril Cultural, 1982.

Singer. Paul, **Revoluções e Contra Revoluções: A Saga do Capitalismo Contemporâneo**, Miemeo.

Spruill. Charles R., **Conglomerates and the Evolution of Capitalism**, Carbondale, Souther Illinois Univ. Press, 1982.

Stiglitz, Joseph: Pleskovic, Boris. **Annual World Bank Conference on Development Economics**, Washington, 1997, 1998, 1999.

Stiglitz. Joseph, “**O pós – Consenso de Washington**”, in Folha de São Paulo, 12/07/1998, pp. 5-4 e 5-5.

Tanzi. Vito. **Corruption Around The World: Causes Consequences, Scope and Cures**, Working Paper, IMF, 1998.

**The East Asian Miracle: Economic Growth and Economy Policy**, New York, Oxford University Press, 1993.

The Economist (edição coreana), “**Relatório sobre *Merchant banks* coreanos**”, Seoul, Joongang Publishing, de 1992 a 1996.

The Economist, **East Asian Economies**, 07/03/1998.

Unctad. **The Management and Prevention of Financial Crisis**, 1998.

Unctad. **International Financial Instability and The World Economy**, 1998.

Yoo. Jungho. **Industrial Policy of the 1970s and the Evolution of the Manufacturing Sector in Korea**, Working Paper, KDI, 9017, Seoul, 1990.

Yoon. T.D.; Souza, N.J., **Estudos Econômicos: Uma Análise Empírica sobre os Fatores do Desenvolvimento Econômico da Coréia do sul: 1961-1990**, São Paulo, IPE – USP, 2001. (Estudos Econômicos, vol.31-n.2-2001)