

O Papel dos Bancos na Crise Financeira da Coréia do Sul de 1997: uma abordagem da Hipótese de Instabilidade Financeira *

Juan Pablo Paineira **

Resumo: Neste trabalho, em primeiro lugar é realizada a análise do papel das instituições financeiras e do conceito de preferência pela liquidez dos bancos, que é, na perspectiva minskiana, uma unidade fundamental na determinação do ciclo de negócios. Em seguida, é feita a análise das duas hipóteses simplificadoras feitas por Minsky em seu modelo original de “dois” preços – a igualdade entre o preço de demanda por bens de investimento e o preço dos ativos de capital para a determinação do nível de investimento e a utilização do modelo da hipótese de instabilidade financeira no âmbito de uma economia fechada – tendo em vista as novas características do mercado financeiro. Na seção seguinte, apresentam-se argumentos em favor da tese de que as causas da crise financeira (e cambial) da Coréia do Sul no final de 1997 podem ser explicadas pela teoria da HIF de Minsky. Para tanto, é analisado o comportamento das instituições financeiras sul-coreanas ao longo do ciclo de negócios dos anos 90.

O objetivo deste artigo é o de mostrar o papel fundamental que os bancos sul-coreanos tiveram na deflagração da crise financeira da Coréia do Sul em 1997. Para tanto, será utilizada a abordagem da Hipótese de Instabilidade Financeira (HIF) desenvolvido por H. Minsky a partir de sua obra de 1975. Contudo, realizam-se as devidas adaptações no modelo original da HIF, que se faz necessário devido às mudanças estruturais e institucionais que ocorreram nas últimas décadas¹.

1- A preferência por liquidez dos bancos e a hipótese de instabilidade financeira

O objetivo e natureza dos bancos podem ser vistos através da caracterização da atividade bancária. Essa é realizada por Minsky (1986: 225-6): “a atividade bancária é um negócio produtor de lucros, dinâmico e inovativo. Os empreendedores desta área procuram ativamente construir suas fortunas pelo ajuste de seus passivos e ativos, ou seja, de suas linhas de negócios, para tirar vantagens das oportunidades de lucros percebidas. Este ativismo dos banqueiros afeta não só o volume e a distribuição dos financiamentos mas também o comportamento cíclico dos preços, da renda e do emprego”. Ou seja, os bancos são agentes ativos na dinâmica econômica na medida em que seu comportamento influencia a liquidez do sistema econômico em geral.

O banco deve ser compreendido em termos de seu duplo papel de intermediário financeiro (origem dos bancos de investimento) e de emissor de meios de pagamentos (concessão de crédito – origem dos bancos comerciais), que quando reunidos na mesma instituição, é denominada de banco universal. O papel de criação de meios de pagamentos é crucial para o sistema econômico, e esta criação é realizada a partir dos depósitos bancários dos clientes. Estes podem ser gerados de duas formas. A primeira é quando o banco adquire ativos e/ou concede créditos, ou seja, no ato de investir,

* Este artigo faz parte da dissertação de mestrado "A atualidade da hipótese de instabilidade financeira e a crise financeira da Coréia do Sul de 1997" defendida no IE/UFRJ em março de 2001.

** Mestre em Economia pelo Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro e Analista do Banco Central do Brasil.

¹ Algumas referências relativas às mudanças no aparato institucional podem ser vistas em Minsky (1986) e (1994), Chesnais (1996) e Plihon (1995).

quando o depósito criado em favor de terceiros é a forma de financiar este investimento. A segunda forma é quando cria um depósito em favor de um depositante contra o valor recebido deste.

A natureza dos bancos deve, entretanto, ser compreendida não somente pelas suas funções de intermediário e de criador de recursos do sistema econômico, no qual o risco de crédito está colocado, mas também pela sua capacidade de transformação de maturidades dos ativos e passivos. Esta última seria a administração de ativos e passivos, onde os riscos de preço (taxa de juros) e de liquidez estão presentes². Como parte dessa estratégia, os bancos procuram ajustar maturidades, conferindo diferentes “prêmios” à liquidez dos ativos e pagando diferentes taxas aos passivos, de acordo com as características dos diferentes depósitos. Voltaremos a este assunto mais adiante. Agora analisaremos como se efetiva o comportamento da firma bancária poskeynesiana.

Na teoria poskeynesiana da firma bancária, o banco irá ajustar suas decisões de portfólio conforme a sua preferência por liquidez. A escolha de portfólio pelos bancos indica o *trade-off* entre rentabilidade e liquidez que irá refletir, a cada instante, o grau de confiança que eles possuem em suas decisões; nesta escolha o banco procura a melhor combinação possível entre rentabilidade e liquidez para o seu portfólio³.

Neste momento, serão analisadas as possíveis aplicações e as fontes dos recursos das firmas bancárias, por meio do balanço patrimonial, com o objetivo de demonstrar o *trade-off* existente entre rentabilidade e liquidez na escolha dos portfólios bancários. No lado do ativo, o mais importante, no agregado, não é o montante de empréstimos ou o nível de suas reservas, mas sim a forma pela qual os bancos realizam estes empréstimos (a proporção em que eles dividirão os seus recursos entre as possíveis aplicações de capital). As formas de aplicação, conforme um grau de liquidez decrescente, podem ser: 1) os empréstimos de liquidez de curto prazo no mercado monetário; 2) os títulos em geral; 3) os adiantamentos para clientes (empréstimos em geral). A rentabilidade destes ativos, em geral, apresenta uma função inversa da liquidez.

No lado do passivo, as principais contas são: os depósitos bancários (à vista e a prazo); a captação na forma de títulos em geral e no mercado interbancário em especial; as obrigações de empréstimos. O custo de captação dos depósitos, normalmente, é o menor das fontes de captação de recursos por parte dos bancos. As escolhas de aplicação e de financiamento dessas posições em ativos de capital dependem do grau de confiança dos bancos em suas expectativas.

² Esta função é bem definida por Kregel (1998: 78): “diz-se que essa atividade de transformação de maturidade conduz a dois tipos relacionados de risco. O financiamento da aquisição de, até mesmo, ativos de prazo fixo muito curto com passivos leves cria risco de “liquidez” relativo à possibilidade de que os ativos não possam ser liquidados em tempo de permitir o repagamento dos passivos. Em adição, haverá risco de “preço” criado pela possibilidade de que os ativos não possam ser liquidados imediatamente a um preço que permita o repagamento dos passivos”.

³ Do mesmo modo Carvalho (1998: 26) diz que “as escolhas de portfólio pelos bancos são orientadas pela necessidade de combinar lucratividade e liquidez. É de suas escolhas sobre que ativos comprar e que passivos emitir que resulta em última instância sua oferta de moeda. Em particular, moeda passa a existir quando os bancos criam depósitos que são emitidos para permitir-lhes comprar ativos do público, na ocasião, se for o caso, de prover um empréstimo.”

A introdução da estrutura de passivos na análise da liquidez⁴ é fundamental, na medida em que a emissão de obrigações mostra o quanto o agente está disposto a incorrer em maiores ou menores riscos em suas decisões de portfólio. Então, pode-se estabelecer uma taxonomia das posturas (comportamentos) financeiras dos agentes econômicos, taxonomia esta que é definida pela relação entre os fluxos primários de receita provenientes dos ativos e os compromissos contratuais de pagamentos assumidos através de suas obrigações. As posturas financeiras são as *hedge*, as especulativas e as *Ponzi*⁵.

O banco não pode ser uma unidade *hedge* em virtude desta não aumentar o volume de débitos além do fluxo de receitas esperadas. Com isto, os bancos são, essencialmente, unidades financeiras especulativas, pois a postura especulativa envolve o financiamento no curto prazo de posições assumidas – em ativos de capital – por um prazo mais longo.

De acordo com Minsky, uma maior proporção de agentes especulativos ou *Ponzis* no sistema econômico faz elevar o seu grau de fragilidade financeira. A percepção do grau de fragilidade financeira dá-se em função crescente das margens de segurança dos agentes, que é constituída por ativos que são acumulados pelo seu prêmio de liquidez e não pela renda esperada. Por isso, em situações de crise, a demanda por ativos líquidos ou quase líquidos se eleva. A fragilidade financeira⁶ não é o grau de endividamento do agente, mas sim a compatibilidade entre o ativo e o passivo da instituição, ou seja, a fragilidade é derivada não do montante da dívida, mas sim do seu perfil. A análise da transformação de uma situação de fragilidade financeira para uma de instabilidade financeira será feita no item seguinte.

O banco que incorre em risco de liquidez – em virtude de transformar maturidades – pode financiar-se pela venda de ativos ou diminuição de seu estoque de meios de pagamento, ou pela emissão de novas dívidas. Caso prefira o primeiro modo, estará incorrendo somente no risco de liquidez, como, por exemplo, o saque de aplicações antes de seu “aniversário”. Porém, caso opte pelo segundo, estará incorrendo também no risco de juros, pela possibilidade de ter que realizar novas emissões de dívidas a taxas de juros maiores. A preferência pela liquidez dos bancos manifesta-se no rearranjo de seus portfólios⁷.

⁴ As teorias de aplicação de capital e de decisão de *portfolio* dos agentes devem levar em consideração as posições passivas assumidas, que são, segundo Minsky, inter-relacionadas com as ativas na medida em que “uma decisão de *portfolio* tem duas faces interdependentes. A primeira relaciona-se a quais ativos são mantidos, controlados ou adquiridos; a segunda relaciona-se a forma pela qual as posições ativas assumidas — i.e., sua propriedade ou controle — estão sendo financiadas” (Minsky, 1975: 70).

⁵ Sinteticamente, uma unidade *hedge* não espera recorrer ao mercado financeiro; a especulativa tem que refinarçar o principal de sua dívida, de forma a não aumentá-la; a *Ponzi* precisa recorrer ao mercado financeiro para refinarçar o principal e parte dos juros, de forma que o endividamento é crescente. Para um maior aprofundamento, ver Minsky (1986: cap. 9).

⁶ A característica solidária do sistema financeiro potencializa a fragilidade, pois no mercado financeiro os ativos de um agente são obrigações de outro, o que cria uma certa solidariedade entre os agentes.

⁷ Minsky (1986: 228) “As preferências de portfólio dos bancos e das instituições determinam as taxas de capitalização para os diferentes tipos de ativos de capital e os termos de financiamento para os vários tipos de investimentos”.

Nas últimas duas décadas ocorreram várias e significativas mudanças no sistema financeiro que estão relacionadas ao fim do acordo de Bretton Woods, à desregulamentação e à liberalização dos mercados financeiros nacionais. Em face deste cenário, as instituições financeiras tiveram que se readaptar, e o gerenciamento de risco assumiu um papel fundamental para a sobrevivência dos bancos. Atualmente, segundo Kregel (1998: 78), “o principal objetivo dos bancos não é nem a renda do investimento ou nem a emissão de notas bancárias, mas o gerenciamento de risco.” O que os bancos têm é a consciência da existência de riscos de perdas de capital que, neste ambiente, não podem ser previstos. Com isto as atividades de administração de ativos e passivos bancários passam a ser de importância crucial no sistema financeiro.

Os desenvolvimentos recentes dos mercados financeiros possibilitaram a separação dos riscos⁸ de liquidez e de preço (juros), que ocorre quando existe uma repactuação periódica dos contratos financeiros. Assim, o descasamento de maturidades pode ser eliminado pela fixação adequada de intervalos contratuais. Mas, neste caso, pode-se eliminar somente o risco de taxa de juros, pois persiste o risco de liquidez. A diminuição ou eliminação do risco de liquidez ocorre quando a instituição financeira dispõe de linhas de crédito de fácil acesso ou permanentes para as suas eventuais dificuldades de liquidez. Esta separação, portanto, possibilitou um melhor gerenciamento da liquidez⁹ por parte dos bancos.

O processo de securitização¹⁰ das dívidas – que transforma a natureza das operações realizadas pelos bancos – faz com que ocorra uma redução dos custos de empréstimos para os principais tomadores e uma elevação da liquidez do sistema financeiro. Isto se deve ao fato de que esta forma de emissão de obrigações permite uma maior flexibilidade tanto para tomadores quanto para os aplicadores de recursos, já que o empréstimo securitizado torna-se mais líquido.

A existência dos mercados de derivativos¹¹ e de grandes mercados secundários propicia, para os bancos, uma menor exposição aos riscos através de operações de *hedge* e da maior flexibilidade das posições. Mas o mercado de derivativos, ao mesmo tempo em que aumenta a liquidez do sistema¹² via flexibilização das posições e redução de custos, pode elevar a instabilidade financeira quando enseja

⁸ A separação dos riscos se dá, segundo FED NY (1990: 59) “pelo uso de instrumentos derivativos, de outros instrumentos financeiros inovadores e pelas novas técnicas de *hedging*”.

⁹ A liquidez do portfólio pode ser medida de várias formas como, por exemplo, através do percentual de reservas líquidas mantidas em relação aos ativos totais. As medidas de liquidez não avaliam somente o descasamento das maturidades, mas também alguns aspectos do acesso ao mercado de crédito.

¹⁰ A securitização é a transformação de obrigações ou empréstimos de unidades econômicas em títulos negociáveis nos mercados secundários.

¹¹ A importância dos mercados derivativos é ressaltada no FED NY (1990: 7) “Os instrumentos derivativos, quando equiparados a um instrumento de caixa, poderiam prover alternativas sintéticas aos instrumentos financeiros existentes ou equivalentes aos instrumentos ausentes. Esta capacidade dos instrumentos derivativos foi da maior importância para o gerenciamento da liquidez e do *funding*”.

¹² O aumento da liquidez do sistema inicia-se em meados da década de 60, quando, nos EUA, a proibição de competir por depósitos (com a imposição de tetos às taxas pagas) levou os bancos norte americanos à procura de outras fontes de rentabilidade. Foi justamente tal restrição que deu origem aos mercados atacistas de liquidez, com o aparecimento do

maior volatilidade no preço dos ativos. Então, o desenvolvimento dos mercados de derivativos, ao mesmo tempo em que reduz o risco individual, introduz novos riscos¹³ que elevam a instabilidade do sistema uma vez que aumentam a fragilidade das instituições financeiras.

A relação da preferência por liquidez dos bancos com a trajetória da economia é fundamental para explicar a característica inerentemente instável do sistema capitalista. Nos períodos de expansão da economia, caracterizados pelo alto grau de confiança das unidades econômicas em suas perspectivas de rentabilidade, existe uma elevação do nível de investimento. Durante a expansão do ciclo dos negócios, os agentes reduzem sua preferência pela liquidez, preferindo, assim, aplicações de capital mais arriscadas, que ofereçam maiores perspectivas de ganhos. Neste ambiente expectacional, as unidades encontram-se, portanto, predispostas a aceitar ativos menos líquidos, a incorrer em dívidas de prazos mais curtos e com taxas de juros mais elevadas.

A importância do papel das instituições financeiras no crescimento econômico quando expandem suas operações de crédito pode ser observada no contexto em que “uma vez iniciada a euforia, as instituições financeiras aceitam estruturas passivas – suas próprias e de seus tomadores – que, num ambiente expectacional mais cuidadoso, elas teriam rejeitado. Moeda e títulos públicos tornam-se ativos pouco atrativos para se manter com o declínio da incerteza, que é descontada sobre os ativos cujos retornos dependem da performance da economia. A mudança para o estado de euforia aumenta a disposição das instituições financeiras no engajamento de aquisição de ativos por meio de transformações de portfólio que diminuem a liquidez” (Minsky, 1982: 122-3).

As condições de financiamento favoráveis ao processo de investimento são decisivas para a sustentação da trajetória de crescimento da economia. Neste sentido, a análise de como os bancos realizam a expansão do crédito faz-se presente. Para tanto, observa-se, na tabela abaixo, como se apresenta o balanço patrimonial de um banco típico durante a fase de crescimento do ciclo econômico.

euromercado e o aumento de importância do gerenciamento dos passivos. Para uma exposição completa deste processo, ver Kregel (1998).

¹³ Os principais riscos, relacionados à estabilidade do sistema, seriam o da dificuldade de supervisão e controle sobre as instituições; da concentração das operações no mercado de títulos que, faz com que uma queda nos preços destes coloquem em risco a solvabilidade do sistema; e devido à liberalização dos fluxos de capitais, a instabilidade do preço da maioria dos ativos, que dependem do volátil binômio câmbio-juros.

Tabela 1: Balanço patrimonial dos bancos durante a expansão do ciclo de negócios

ATIVO	PASSIVO
Dinheiro (-) Títulos Públicos (-) Títulos de longo-prazo (+) Empréstimos a clientes (+) - curto-prazo (-) - longo-prazo (+)	Depósitos à vista Depósitos a prazo Captações no interbancário Patrimônio Líquido (-)

Na fase de expansão cíclica se observa um direcionamento para as aplicações menos líquidas como os títulos de longo-prazo (títulos de dívida das empresas) e os empréstimos a clientes, principalmente os de longo-prazo. Pelo lado das obrigações, pode-se identificar uma redução no patrimônio líquido e uma maior importância das atividades de gerenciamento do passivo. No que se refere às fontes de recursos – que estão em elevação nessa fase cíclica – existe um aumento nos depósitos a prazo e nas captações no mercado interbancário, e a redução do patrimônio líquido se dá em virtude da queda (ou menor participação no passivo total) das reservas de capital e de lucros. Durante a fase de ascensão econômica existe uma elevação das inovações financeiras por parte dos bancos. As pressões da demanda por crédito induzem os banqueiros a encontrar novas fontes de recursos¹⁴. As inovações financeiras têm origem na busca das instituições financeiras em contornar a regulação e a regulamentação impostas pelas autoridades monetárias e, também, na tentativa de gerar novas fontes de fundos para os clientes. Uma característica marcante no *boom* econômico é a redução das margens de segurança das unidades, que pode ser verificada pelo aumento da participação de ativos menos líquidos nos portfólios dos agentes.

Na fase retração do ciclo de negócios – que acontece após a deflagração de uma crise – existe uma elevação da incerteza. O estado de confiança das unidades é baixo provocando uma subida na preferência por liquidez. Nessa fase, existe um aumento das margens de segurança dos bancos que pode ser vista pelo aumento dos ativos mais líquidos. O quadro abaixo mostra o comportamento característico dos bancos durante a fase recessiva do ciclo econômico.

Tabela 2: Balanço patrimonial dos bancos na fase descendente do ciclo dos negócios

ATIVO	PASSIVO
Dinheiro (+) Títulos Públicos (+) Títulos de longo-prazo (-) Empréstimos a clientes (-) - curto-prazo (+) - longo-prazo (-)	Depósitos à vista Depósitos a prazo Captações no interbancário Patrimônio Líquido (+)

¹⁴ Para Minsky, “um banqueiro está sempre tentando encontrar novas formas de empréstimos, novos clientes, e novas formas de obtenção de fundos, isto é, de tomar emprestado; em outras palavras, ele está sob pressão para inovar” (Minsky, 1986: 237).

Na tabela acima, pode-se observar como o aumento da preferência pela liquidez dos bancos afeta a composição de seus balanços. Os bancos, ao preferirem ativos mais líquidos, como os títulos públicos, para fazer face ao aumento da incerteza, reduzem a oferta de crédito da economia. Esta redução da oferta de crédito pode ser verificada pela redução dos empréstimos a clientes e dos títulos de dívidas das empresas (longo-prazo), e pelo aumento das reservas e dos títulos de curto prazo. A restrição nas condições de financiamento implica a insustentabilidade das posições em ativos de capital assumidas, principalmente, pelas unidades não-financeiras. O balanço mostra, ainda, com a elevação do patrimônio líquido (recomposição das reservas de capital e de lucros) a redução da importância das atividades de gerenciamento de passivos bancários, resultante do aumento da importância dos depósitos à vista em relação às outras fontes de recursos. A crise expressa o comportamento dos bancos na direção de ativos de menor rentabilidade, porém de maior liquidez.

No sistema financeiro, portanto, durante a expansão, a preferência pela liquidez diminui à medida que os mercados de ativos tornam-se mais dinâmicos e à medida que ganhos de capital sejam antecipados com o aumento da confiança das unidades econômicas¹⁵. À proporção que a preferência pela liquidez vai diminuindo, a capacidade e a disposição das instituições financeiras (bancárias e não-bancárias) de expandir a oferta de crédito se eleva. Os requerimentos de reservas caem, já que os depositantes transferem seus fundos em conta-corrente para depósitos a prazo, certificados de depósitos dos bancos etc, enfim, para rubricas geralmente não sujeitas a depósito compulsório. Em suma, existe uma redução do quociente passivo monetário sobre o passivo não-monetário. A capacidade de aumentar a oferta de crédito dos intermediários financeiros não-bancários também se eleva, já que a confiança dos agentes os induz a aceitar os passivos (títulos de dívida) destes intermediários. Com isto novas atividades são financiadas bem como aquelas relacionadas aos ativos financeiros e reais já existentes (mudança de controle ou de propriedade), o que reforça o dinamismo dos mercados de capitais. Assim enquanto persistirem as expectativas altistas, elevando o preço dos ativos, a preferência pela liquidez declinante reduz o grau de prudência das instituições financeiras.

As principais reformulações no núcleo original da HIF referem-se à igualdade entre o preço de demanda por bens de investimento e o preço dos ativos de capital para a determinação do nível de investimento e a utilização do modelo da HIF no âmbito de uma economia fechada¹⁶. Tais reformulações podem ser justificadas pela predominância do capital financeiro na acumulação do capital e pela existência de uma maior liberdade de movimentação dos fluxos de capitais entre as economias. Em seguida, veremos sinteticamente as principais considerações sobre tais mudanças¹⁷.

¹⁵ O papel dos mercados financeiros nos ciclos de negócios é ressaltado por Dow quando mostra que “os mercados financeiros tendem a exacerbar os ciclos em termos nominais por aumentar a oferta de crédito na expansão e contraí-la na fase descendente do ciclo.” (Dow, 1993: 63).

¹⁶ O modelo original da HIF está exposto em Minsky (1975).

¹⁷ Para uma análise mais detalhada sobre a relevância dessas mudanças e seus efeitos no modelo original da HIF de Minsky, ver Paineira (2001: cap.2).

No processo de investimento descrito pelo modelo de dois preços de Minsky está ausente uma importante esfera. Esta é a esfera da “concorrência por rentabilidade” entre os ativos que compõem a carteira dos agentes. Como os agentes possuem restrições de capital, o montante de financiamento interno e externo disponível para a aquisição de ativos é escasso. Quando o rendimento esperado de um ativo qualquer – seja um título ou uma ação, por exemplo – for superior ao dos bens de investimento, a maior disponibilidade de financiamento de qualquer fonte demandará prioritariamente aquele ativo, e não o bem de investimento. Portanto, no processo de aplicação de capital devemos levar em consideração uma ampla gama de ativos, em especial os financeiros. A consideração dos ativos financeiros instabiliza, ainda mais, o processo de determinação do nível de investimento.

O relaxamento da hipótese de economia fechada sobre a teoria da HIF é fundamental na medida em que existe uma forte influência dos fluxos de capitais internacionais sobre a trajetória do nível de investimentos das economias nacionais. Isto se dá em virtude, do capital externo ser mais uma fonte de financiamento para o investimento. Os problemas de refinanciamento em moeda forte aumentam a fragilidade financeira do sistema financeiro internacional, com isso temos mais uma fonte de instabilidade para o investimento. A manifestação da elevação do grau de fragilidade se dá em virtude de os emprestadores elevarem os prêmios exigidos, reduzirem o montante de recursos e/ou até cancelarem as linhas de crédito internacional. Portanto, a HIF, quando analisada a nível internacional, ganha maior grau de instabilidade por causa da existência de financiamento externo que podem reforçar qualquer tendência inata em direção à fragilidade. Em sua versão internacional, a HIF apresenta canais adicionais de contágio e de fontes de fragilidade¹⁸.

Portanto, numa economia, sob a égide do capital financeiro, em que se verifica uma participação dos fluxos de caixa provenientes das atividades de balanço e de portfólio cada vez maior, ou pelo menos bem mais significativa na geração total dos fluxos de caixa das unidades econômicas, temos um caráter mais flexível para as decisões de aplicação de capital das unidades econômicas¹⁹. Isto, implica a predominância de posturas financeiras especulativas e Ponzi para os agentes econômicos no agregado²⁰. Essa caracterização da estrutura financeira do sistema lhe confere um maior grau de fragilidade financeira e, conseqüentemente, de elevada susceptibilidade a instabilidade financeira²¹.

¹⁸ Para uma análise da HIF de Minsky no contexto de economia aberta e mobilidade dos fluxos dos capitais ver, também, Kregel (1999) e Arestis&Glickman (2002).

¹⁹ Sobre a importância dos fluxos de caixa na determinação da instabilidade do sistema econômico, ver Minsky (1986: cap.9).

²⁰ O conceito de fragilidade financeira é microeconômico, mas os objetivos da discussão na obra de Minsky são os seus efeitos sistêmicos, por isto podemos ter algumas unidades econômicas com uma maior participação dos fluxos de caixa oriundos das operações de balanço e de portfólio em suas carteiras, sem que com isso não transformem as suas elevadas fragilidades financeiras em instabilidade financeira, que é sistêmica.

²¹ Sobre a importância dos fluxos de caixa em determinar a ocorrência ou não de crise financeira, ver Minsky (1986: 203-4).

Neste trabalho, um contexto de crise financeira é condicionado (ou precedido) por uma estrutura financeira fortemente endividada, na qual a participação de posturas financeiras *especulativas* e *ponzi* seja alta. Uma crise financeira é definida quando existe uma situação de queda nos preços dos ativos financeiros e de insolvência generalizada entre devedores e intermediários financeiros, que diminua consideravelmente a capacidade dos mercados em captar recursos (capital) e que ocasione danos substanciais à chamada economia real²². Segundo Gray (1994), a maior integração entre os mercados financeiros nacionais faz aumentar a possibilidade de crise financeira.

A diferença fundamental entre crises financeiras e cambiais está em que as primeiras estão relacionadas, em primeira instância, com a incapacidade de refinanciamento das posições em ativos de capital – que podem ser nacionais ou estrangeiros – enquanto as do segundo tipo estão relacionadas com a impossibilidade de o país refinar seu passivo externo em moeda forte. Mas, no contexto atual de nossa economia, as crises financeiras podem vir acompanhadas de crises de balanço de pagamentos²³. A internacionalização das relações financeiras faz com que estas crises cada vez mais apareçam juntas ou, pelo menos, combinadas em alguma medida. Esta assertiva está fundamentada no crescimento da participação das transações financeiras internacionais e/ou no aumento da internacionalização dos sistemas financeiros nacionais.

A crise financeira, portanto, está relacionada a problemas de refinanciamento das posições em ativos de capital das unidades econômicas, sendo as perdas no sistema financeiro e o acúmulo de empréstimos não-honrados o caminho de deflagração (manifestação) de uma crise financeira. Uma crise cambial, por sua vez, ocorre quando existe problema de refinanciamento nas contas do Balanço de Pagamentos do país – que pode ser tanto na conta de capital quanto na de transações correntes. A expressão desta crise, normalmente, se dá pela ruptura do regime cambial no caso do câmbio fixo ou pelo *overshooting* da taxa de câmbio no regime de câmbio flexível.

2 - A Hipótese de instabilidade financeira e a crise financeira da Coréia do Sul de 1997

Nesta seção, desenvolve-se a argumentação de que a melhor explicação para a crise financeira da Coréia do Sul de 1997 é a sustentada pela HIF de Minsky²⁴. O argumento é desenvolvido por meio da análise da trajetória das instituições financeiras sul-coreanas na década de 1990. Este comportamento foi decisivo para a elevação da fragilidade financeira neste país e, conseqüentemente, para a deflagração do processo de instabilidade financeira²⁵.

²² As referências para este conceito são as de Minsky (1986) e Akyüz (1991: 266).

²³ Ver, Finger e Schuknecht (1999).

²⁴ Para uma explicação da crise asiática de 1997, incluindo a sul-coreana, com base na HIF de Minsky, ver Kregel (1999) e Arestis&Glickman (2002).

²⁵ Para um melhor entendimento da crise financeira da Coréia do Sul de 1997, ver BIS (1998), Chang, Park e Yoo (1998), Kregel (1999) e Paineira (2001).

2.1- Os anos 90: da globalização financeira a crise financeira de 1997

As medidas de liberalização financeira implementadas pelo país na década de 1990 provocaram grandes alterações no sistema financeiro sul-coreano²⁶. Por exemplo, as medidas de desregulação das taxas de juros somadas às de maior autonomia gerencial para os bancos e de baixas barreiras à entrada para as atividades financeiras permitem aos bancos coreanos uma melhor administração de seus ativos e passivos que, por sua vez, possibilita um aumento de inovações financeiras, permitindo uma elevação das fontes de recursos para as instituições financeiras. Mas, à medida que isto ocorre, durante uma fase de expansão da economia, há uma queda do quociente patrimônio líquido sobre o passivo total, porque os bancos, ao estarem mais confiantes em suas expectativas de rentabilidade, aumentam suas obrigações com terceiros em detrimento de suas contas de patrimônio líquido²⁷. Este é um dos indicadores de elevação da fragilidade financeira dos bancos e da emergência da instabilidade financeira. Este processo dá incentivos aos bancos coreanos para aumentar seu capital próprio, por meio do estabelecimento de filiais e subsidiárias estrangeiras, o que facilita a captação de divisas, aumentando o influxo de capitais e, potencialmente, a exposição cambial dos bancos, que dependendo do montante e do prazo das contas externas do país pode gerar uma crise cambial.

A liberalização do mercado cambial foi importante para a consolidação do processo de liberalização financeira, pois praticamente retirou a ingerência do Estado sobre as transações econômicas e financeiras. Esta liberdade em transacionar com ativos e passivos em moeda estrangeira terá impacto decisivo sobre a trajetória da economia sul-coreana ao longo dos anos 90. Isto se dará em virtude de as unidades econômicas nacionais, em especial os bancos, poderem aplicar seus recursos em ativos denominados em moeda estrangeira e, principalmente, poderem captar fundos em moeda estrangeira. Esta última possibilidade, como veremos, elevará em grande medida o passivo externo líquido não só das instituições financeiras como do próprio país.

2.1.1- A fragilidade financeira dos bancos na década de 1990: algumas considerações

O setor financeiro sempre esteve atrelado diretamente ao processo de financiamento do desenvolvimento da economia sul-coreana. Esta constatação é dada pela grande participação (cerca de 80% do ativo total) dos direitos sobre o setor privado²⁸, quer sob a forma de empréstimos quer de títulos de dívidas das empresas no balanço patrimonial dos bancos comerciais. Esta característica

²⁶ Sobre as medidas de liberalização financeira, ver Chang, Park e Yoo (1998).

²⁷ Como visto, esta é uma das características dos bancos no ciclo de negócios.

²⁸ Os dados estatísticos usados para a elaboração dos indicadores e dos gráficos deste artigo para Coreia do Sul foram extraídos do *Financial Statistics of IMF* de 12/2000 e do *World Bank* (1999). A versão completa destes dados pode ser encontrada em Paineira (2001: cap.3).

também se repete, em condições mais marcantes, no balanço patrimonial das outras instituições financeiras²⁹. Isto porque a participação, nessas instituições, dos créditos fornecidos ao setor privado era, em média de 90% de seus ativos totais³⁰. A importância do setor financeiro também pode ser medida pela taxa de concessão de créditos para o setor privado sobre o PNB coreano. No período de 1990-95, essa taxa fica entre 55% e 57% e, durante os anos de 1996-98, as taxas de concessão de crédito ao setor privado, são respectivamente, as seguintes: 61% , 68% e 74% (World Bank, 1999).

Para compreendermos as causas da crise financeira do final de 1997, é necessário investigarmos, pelo menos, o funcionamento do sistema financeiro coreano nos anos 90³¹. Para isto, vamos utilizar o balanço patrimonial consolidado dos bancos comerciais coreanos e as principais contas do balanço patrimonial das outras instituições financeiras.

O comportamento do sistema financeiro, em especial dos bancos comerciais, na década de 1990, é típico do ciclo de negócios descrito por Minsky³², no qual os bancos aumentam seus créditos ao setor privado durante a fase de crescimento da economia e, em busca de novas fontes de recursos, elevam suas obrigações com terceiros em detrimento de suas contas de capital (patrimônio líquido)³³. Durante a fase de expansão econômica, que vai de 1990 até quase o fim de 1997, conforme Paineira (2001: 104-8), pelo lado dos ativos dos bancos comerciais e das outras instituições financeiras (Ifs), uma grande participação dos créditos ao setor privado, ou seja, na expansão temos a redução da participação dos ativos que são acumulados pelo seu prêmio de liquidez. Isto ocorre em virtude da percepção, por parte das instituições, de um menor grau de fragilidade financeira. No balanço das outras IFs, pode-se notar um aumento da participação dos direitos sobre o setor privado³⁴, que passa do patamar de 70% – em meados dos anos 90 – para o patamar de 80%, de 1995 até a proximidade da crise financeira de 1997. Este fato se deve às expectativas favoráveis à manutenção da trajetória de crescimento da economia.

Outra consideração sobre as aplicações diz respeito ao aumento dos investimentos imobiliários por parte das outras instituições financeiras (bancos de investimento) que ocorre, principalmente, no início da década de 1990, quando sua participação no ativo total chega a 3,8% no terceiro trimestre de

²⁹ As instituições financeiras que compõem esse agregado são as *trust account* dos bancos comerciais e as instituições de desenvolvimento. As instituições de desenvolvimento são aquelas destinadas a facilitar o suporte financeiro para setores específicos que necessitam de créditos de alto valor de médio e de longo prazo. As principais fontes de recursos dessas instituições são o governo, as instituições financeiras estrangeiras e a emissão de debêntures. Como veremos, em seguida, essas instituições terão papel fundamental na sustentação do nível de crédito da economia coreana.

³⁰ Ver Paineira (2001: 107).

³¹ Para o entendimento completo das causas da crise financeira de 1997 seria necessária uma análise das relações econômicas e políticas entre os setores da economia coreana, principalmente o dos grandes conglomerados, os chamados *Chaebols*. Mas, como será visto, o principal fator explicativo para a crise coreana de 1997 está localizado no comportamento das instituições financeiras.

³² Deve ser destacado que a década de 90 é precedida também por um período de forte crescimento econômico. A taxa média de crescimento anual do PNB coreano entre 1980-89 ficou em torno de 6,5%. Portanto, no início dos anos 90 estamos na fase expansiva da economia sul coreana.

³³ A análise do comportamento dos bancos e das instituições financeiras da Coreia do Sul está baseada na tipologia feita, na seção 1, dos procedimentos dos bancos no ciclo de negócios minskiano.

1992. Nos primeiros anos do período, sua participação fica no patamar de 3%. Após 1993, mesmo com o aumento do montante investido, sua participação no ativo total foi reduzida. Isto se deveu à consolidação do processo de liberalização financeira, que permitia às instituições financeiras engajarem-se, cada vez mais, em operações com moeda estrangeira, principalmente, nas de captação de recursos. Durante este processo, o que existe é a troca de aplicações em créditos imobiliários por aplicações em ativos financeiros denominados em moeda estrangeira. Do lado do passivo, as instituições financeiras aumentam a captação de obrigações com o exterior. Essa elevação, por sua vez, ao possibilitar o aumento de empréstimos (imobiliários ou outros) e o aumento, também, da carteira de títulos (estrangeiros ou nacionais) no ativo, reforça a continuidade na captação de recursos externos, o que eleva a fragilidade financeira potencial quando as obrigações em moeda estrangeira forem maiores que suas aplicações.

O posicionamento das IFs em busca de aplicações de maior rentabilidade, conjuntamente, com as mudanças institucionais do período fizeram com que os ativos denominados em moeda estrangeira, principalmente a partir do 2^a semestre de 1993, tivessem sua demanda aumentada. Tal posicionamento não só elevou substancialmente o valor absoluto dos ativos estrangeiros na carteira das instituições como fez crescer a sua participação (%) no ativo total dos bancos e das outras IFs.

No lado do passivo das instituições, conforme Paineira (2001: 105-10), uma das principais fontes de recursos dos bancos e das IFs foi a captação externa, seja através de empréstimos seja por meio de lançamento de *bonds*. A importância das captações externas é aferível, pelo montante de recursos e peso crescente do passivo externo ao longo do período, conforme Paineira (2001: 105-10). No passivo dos bancos, as obrigações externas saem do piso dos US\$ 10 bilhões (6,3% do passivo bancário) no início dos anos 90 para o patamar de US\$ 43 bilhões no ano de 1997 (12% do passivo bancário). O maior crescimento das captações externas bancárias acontece a partir de 1995, quando o mercado financeiro internacional apresenta confiança crescente na economia sul-coreana. Em relação às outras instituições financeiras, observamos o crescimento das obrigações externas do piso de US\$ 5 a 7 bilhões (2% a 3% do passivo) no início dos anos 90 para US\$ 36 bilhões (9,8% do passivo) no terceiro trimestre de 1997.

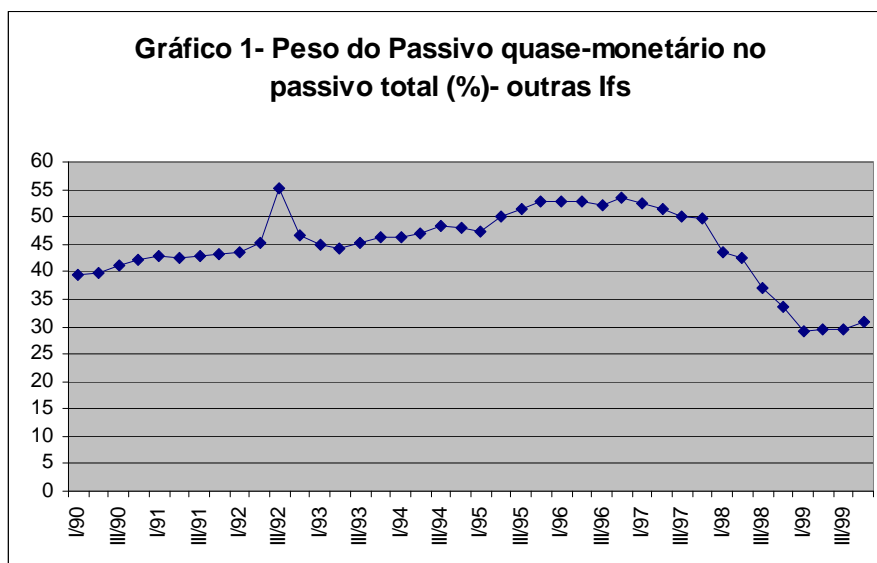
Há que se ressaltar, ainda, o papel desempenhado pelas instituições de desenvolvimento que, através da emissão de títulos (*bonds*), realizam fortes captações no mercado financeiro internacional e que tiveram importância na recuperação econômica da Coreia do Sul após 1998, por manterem o nível de sua captação. O montante do passivo externo que, em 1991, estava em torno de US\$ 9,5 bilhões, passou para a casa dos US\$ 30 bilhões no ano de 1997. A redução dos créditos concedidos pelos bancos comerciais aos bancos de desenvolvimento é significativa, pois segundo Paineira (2001: 110), a sua participação no passivo total é decrescente ao longo da década, passando de 8% no ano 1990

³⁴ A referência salva menção em contrário, será sempre para as instituições financeiras privadas.

para 1,5% momentos antes da crise financeira, até chegar a percentuais insignificantes no passivo total. É interessante notar que a redução dos créditos dos bancos para as instituições de desenvolvimento ocorre *pari passu* ao processo de liberalização financeira no país.

Outras contas importantes do passivo são os depósitos à vista e a prazo, pelo lado dos bancos comerciais, e os passivos quase-monetários, por parte das outras IFs privadas, exclusive os bancos de desenvolvimento. A participação dos depósitos a prazo no passivo bancário praticamente se mantém constante até a crise financeira de 97. Já com relação à participação dos depósitos à vista, podemos observar que durante o período de 1990-94 ela não demonstra qualquer oscilação, ficando em torno de 9%; mas a partir de 1995 é mostrado que a sua participação no passivo total começa a cair até o piso mínimo de 3,8% no primeiro trimestre de 1998³⁵.

Pelo lado das outras IFs, pode-se ver o crescimento do peso dos passivos quase-monetários no passivo total. Estes passivos expressam formas de financiamento de curto prazo das posições em ativos de capital, porém menos líquidas que os depósitos à vista dos bancos comerciais. O aumento crescente desse item do passivo indica o quanto às posturas financeiras de caráter especulativo estão-se incrementando. Portanto, o crescimento da fragilidade financeira no sistema financeiro coreano pode ser visto, no gráfico 1, pelo aumento da participação dos passivos quase-monetários, que passam de um piso, já elevado, de 42% (US\$ 43 bilhões), em 1991, para um nível de mais de 52%, de fins de 1995 até a deflagração da crise no final de 1997³⁶.



O aumento do passivo externo das unidades econômicas está ligado, fundamentalmente, a dois fatores: o primeiro é ao baixo custo de captação desses recursos; o segundo se relaciona ao estado de

³⁵ Conforme discutido na seção 1, a queda na taxa dos ativos líquidos sobre o ativo total dos bancos é um dos indicadores de elevação da fragilidade financeira do sistema. Este fato, como veremos em seguida, acontece com os bancos coreanos. Isto ocorre porque os bancos, ao se defrontarem com perspectivas mais favoráveis, preferem ativos com maior rentabilidade e menor liquidez.

³⁶ No trimestre anterior (o terceiro), o montante de passivos quase-monetários chega a US\$ 183,6 bilhões.

confiança dos agentes econômicos, que estaria baseado na suposição de estabilidade do regime cambial³⁷ da Coreia do Sul. A estabilidade se fundamenta na crença de que as aplicações em moeda nacional não sofram perda de capital quando avaliadas em moeda estrangeira. Além desse custo mais baixo, existiu um incentivo institucional³⁸ ao aumento das captações de prazo mais curto. A estabilidade da taxa de câmbio no período pré-crise pode ser vista mais adiante, no gráfico 10. O encurtamento dos passivos é uma das características da fase expansiva do ciclo de negócios minskiano. A grande participação dos passivos externos de curto-prazo no passivo total externo e a impossibilidade de refinanciamento são as principais causas da crise financeira e cambial da Coreia do Sul em fins de 1997. O processo de transmissão de uma crise financeira para uma cambial será demonstrado em seguida, quando analisarmos o montante, o prazo e os detentores das obrigações externas. Também, será mostrado que a estabilidade cambial está relacionada estreitamente ao aumento das captações externas, o que, por sua vez, eleva a fragilidade financeira externa do país³⁹.

Para captar o aumento da fragilidade financeira dos bancos comerciais e das outras instituições financeiras no ciclo de negócios da economia coreana, utilizam-se, além da análise já realizada das principais contas do balanço patrimonial, alguns indicadores do aumento da fragilidade financeira das instituições, tais como: a taxa de ativos líquidos sobre o ativo total; o quociente do patrimônio líquido sobre o passivo total; e a taxa dos depósitos à vista sobre o passivo total.

No gráfico 2, adiante, podemos observar que o percentual dos ativos líquidos (reservas + títulos do Banco Central + direitos sobre o governo) sobre os ativos totais dos bancos, até meados de 1995, se manteve em média constante. Mas, desta data até a deflagração da crise financeira, diminuiu consideravelmente a participação dos ativos líquidos no ativo total, cerca de 35%. A queda nas margens de segurança⁴⁰ dos bancos coreanos eleva a possibilidade deles não honrarem suas obrigações. No gráfico 3, adiante, temos a trajetória do percentual de ativos líquidos (caixa + bônus do Banco Central + direitos sobre os bancos comerciais + direitos sobre o governo) sobre os ativos totais das demais instituições financeiras. Ao contrário dos bancos, estas últimas apresentam maior quociente de ativos líquidos sobre ativos totais, sem qualquer relação aparente com o ciclo de negócios. Este indicador não é o ideal para indicar uma tendência no comportamento das instituições

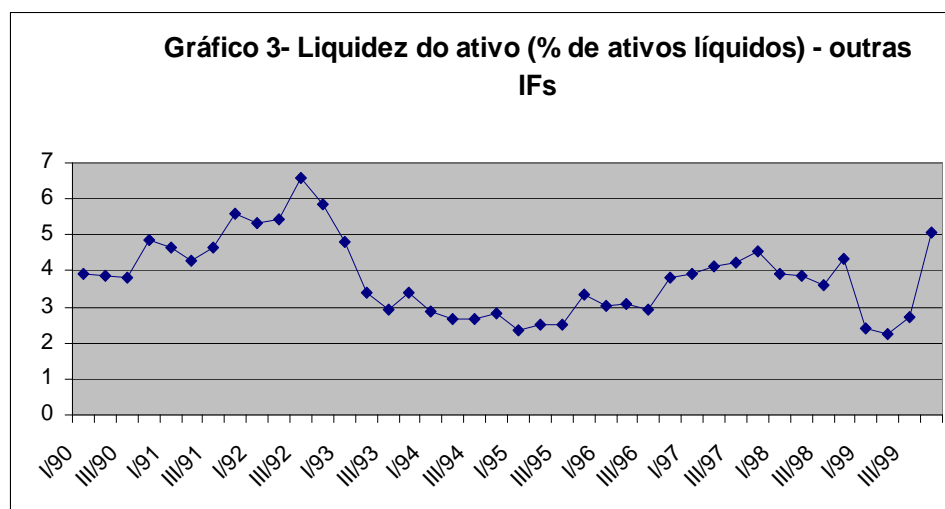
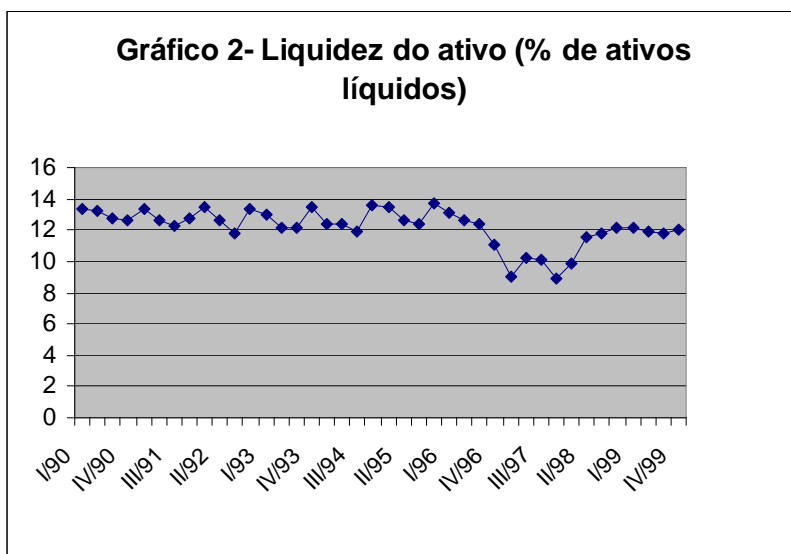
³⁷ Numa economia aberta, as variações da taxa de câmbio apresentam aspectos semelhantes sobre o portfólio das unidades econômicas, que às variações da taxa de juros. A magnitude destes efeitos dependerá da composição dos portfólios. A respeito dessa similaridade de efeitos, ver Kregel (1999).

³⁸ A liberalização financeira foi mais extensiva em relação às captações externas de curto prazo do que às captações externas de longo prazo. A esse respeito, ver Chang, Park e Yoo (1998: 739).

³⁹ Um fator que, aliado a essa estabilidade cambial, reforça os fluxos de capitais para todo sudeste asiático, incluindo a Coreia, é o grande período de crescimento econômico na região. Na Coreia do Sul, por exemplo, o último ano com taxa de crescimento do PNB menor do que 5% a.a. foi em 1980. Esta boa performance, segundo o relatório do BIS (1999: 119), contribuiu para um “forte crescimento no preço dos ativos e levou firmas e famílias, bem como os bancos, a subestimar os riscos de sobreinvestimento”. Mas, quando o estado confiança é favorável, os agentes esperam que suas expectativas se confirmem, pois como todos estão dentro do mesmo ambiente expectacional, a atitude de subestimar riscos é racional.

⁴⁰ O percentual de ativos líquidos, como visto, indica a margem de segurança das instituições financeiras, que podem ser capazes de absorver mudanças imprevistas nos fluxos de caixa das unidades.

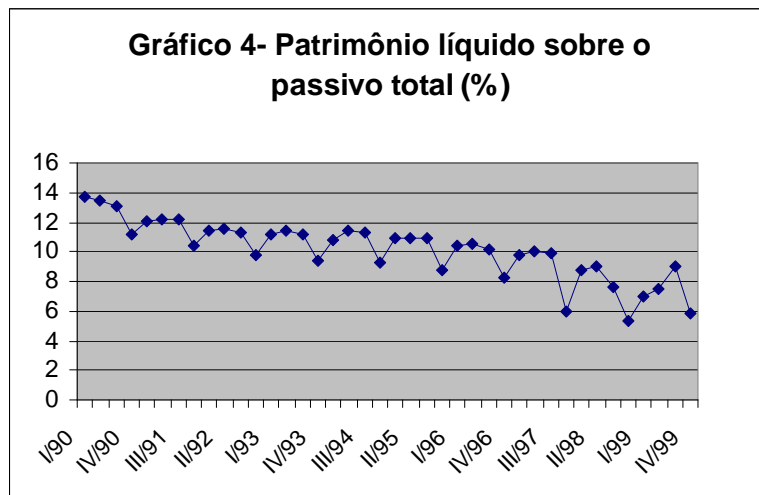
financeiras não-bancárias em virtude destas não criarem depósitos, o que praticamente inviabiliza uma estabilidade na taxa de ativos líquidos sobre o ativo total.



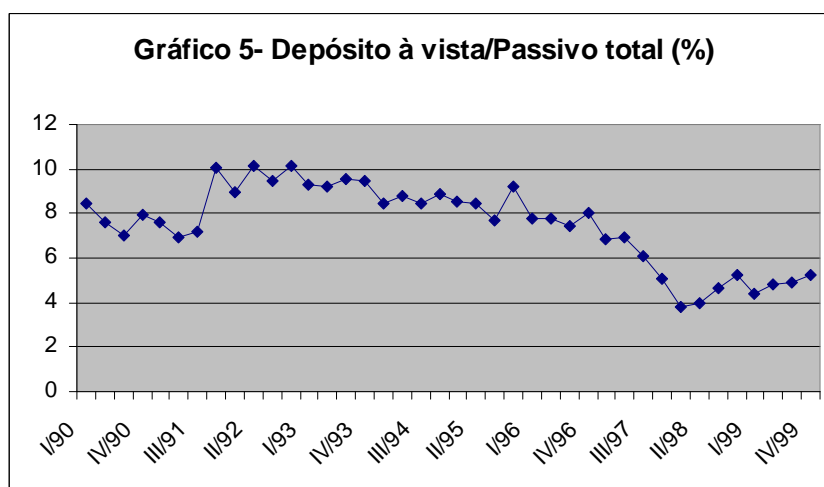
Como se sabe, o aumento das obrigações é uma das características da expansão da atividade econômica. A partir de agora, observaremos como os passivos emitidos ou tomados pelas instituições financeiras elevam sua fragilidade financeira. Um dos indicadores fundamentais é a participação do patrimônio líquido (conta de capital) sobre o passivo total⁴¹. O índice aponta o quanto de obrigações com terceiros o banco está assumindo e, além disso, indica a capacidade dos bancos honrarem compromissos financeiros assumidos com recursos próprios. Ao longo da década de 90, temos uma tendência decrescente de participação do patrimônio líquido sobre o passivo total que pode ser vista em seguida no gráfico 4. A tendência indica queda na preferência por liquidez dos bancos, na medida

⁴¹ Este é um dos indicadores usados por Minsky (1986: 84) para demonstrar a emergência da instabilidade financeira nos Estados Unidos na década de 60 e 70.

em que os bancos sustentam suas posições em ativos de capital, cada vez mais, por meio de passivos com terceiros.



Outro indicador que pode denotar o quão frágil financeiramente possa estar os bancos comerciais é o percentual de depósitos à vista sobre o passivo total⁴². Podemos verificar pelo gráfico 5, a queda nesse percentual desde 1991⁴³. Este fato é justificado, pela tendência, na fase de expansão, da criação de novos passivos. No caso específico dos bancos sul-coreanos, neste período, são os passivos externos⁴⁴. O indicador desce do percentual de 8,9 %, no final de 1994, para o patamar de 3,8%, no primeiro trimestre de 1998.



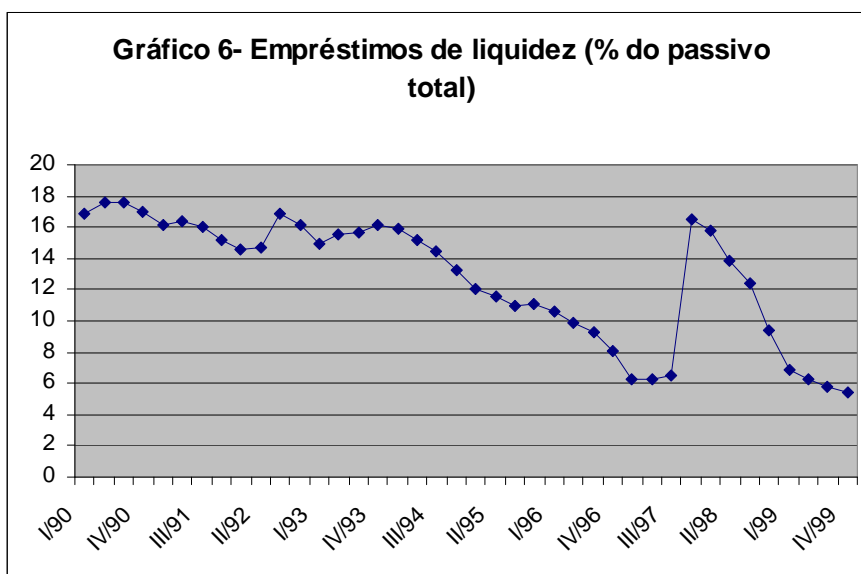
Um outro ponto a ser destacado em relação às fontes de recursos no balanço patrimonial dos bancos é a participação do Estado através das seguintes contas: fundos emprestados pelo governo e créditos do Banco Central. No início dos anos 90, segundo Paineira (2001: 105-6), existe uma

⁴² Vide nota anterior, (idem: 86).

⁴³ Como visto, anteriormente, a diminuição do passivo monetário é uma das características do comportamento dos bancos ao longo da fase expansiva do ciclo de negócios.

⁴⁴ Esta mudança na composição no passivo dos bancos comerciais pode ser vista em Paineira (2001: 105-6).

elevada participação desses recursos (em torno de 21%) no passivo bancário. Mas, no decorrer da década de 90, acontecem dois fatos relevantes: primeiro a importância conjunta dessas contas no total do passivo dos bancos diminui; segundo as duas rubricas apresentam tendências opostas, enquanto, os fundos emprestados pelo governo mantêm-se em média constantes, os créditos do Banco Central vão perdendo o seu peso no ativo total até a crise financeira. Este comportamento pode ser explicado pela relação que as contas têm com o ciclo de negócios minskiano, pois enquanto os créditos do Banco Central (redesconto + empréstimos de liquidez), como podemos ver no gráfico 6, são anticíclicos, os fundos emprestados pelo governo, apesar de não possuírem uma característica marcante no ciclo de negócios, mostram uma tendência de acompanhar a fase expansiva do ciclo e de sustentar sua participação na retração cíclica.



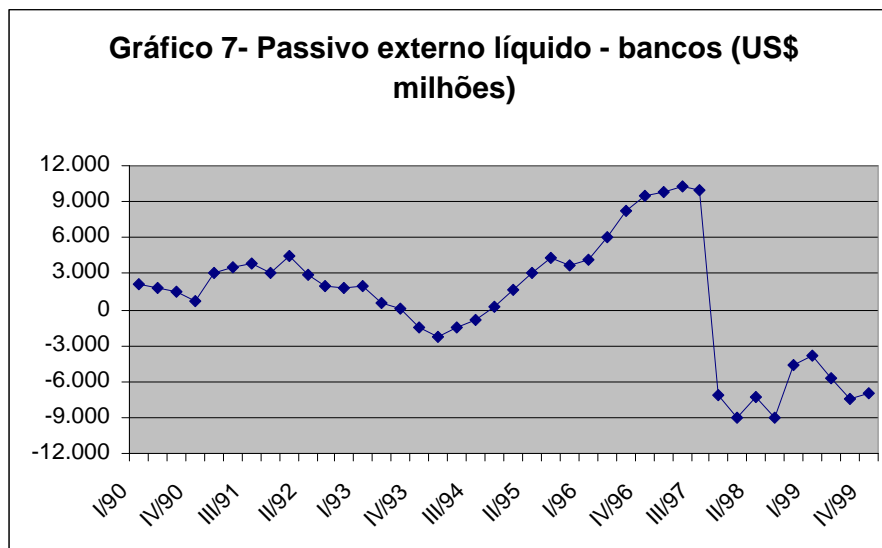
Portanto, a tendência de queda nos fundos emprestados pelo governo e os créditos do Banco Central se verificam até a crise financeira, quando o peso destes dois itens do passivo chega a 12%. É justamente neste momento que ocorre a reversão daquela tendência. Neste instante, é importante ressaltar o papel do governo, principalmente por meio da assistência de liquidez do Banco Central, na sustentação do nível de liquidez da economia sul-coreana durante a crise financeira. A parcela das fontes de recursos do governo no passivo total dos bancos comerciais se eleva para o patamar de 22,5% no último trimestre de 1997, ou seja, no auge da crise financeira.

2.1.2- A fragilidade financeira dos bancos: a questão do financiamento externo

Neste momento, realiza-se uma análise de como a exposição cambial das instituições financeiras acentuou ainda mais a fragilidade financeira do sistema financeiro até o instante em que é detonado o processo de crise financeira na Coreia do Sul, em outubro de 1997. Além disso, devido às

especificidades das relações entre o sistema financeiro e o passivo externo total do país é deflagrada uma crise cambial no mesmo período.

No gráfico 7, adiante, pode-se ver a evolução do passivo externo líquido dos bancos comerciais. Como observamos anteriormente, o período de forte captação externa é iniciado em fins de 1994. Este fato é refletido no passivo externo líquido dos bancos que aumenta a taxas crescentes até o terceiro trimestre de 1997. Com a crise financeira que, como será visto em seguida, se torna, também uma crise cambial, existe um corte radical no financiamento externo para os bancos e para as outras instituições financeiras do país.



Os bancos, ao não conseguirem refinanciar os seus passivos – em sua maioria de curto prazo – reduzem drasticamente os créditos concedidos ao setor privado, conforme Paineira (2001: 105-6). Neste mesmo período (terceiro trimestre de 1997), 59,4% das captações de todas as instituições financeiras do país eram de curto prazo. Esses passivos de curto prazo correspondiam a 41,8% do total do passivo externo do país, segundo Paineira (2001: 111-2). Caso ainda se considere que as filiais e subsidiárias estrangeiras dos bancos coreanos como parte do sistema financeiro sul coreano, aqueles números se potencializam, pois o percentual de captação de curto prazo do setor financeiro sobre o seu passivo externo total cresceu para 66,6%. Isto ocorreu enquanto o peso dos passivos de curto prazo de todas as instituições financeiras que operavam no país, somados ao das filiais estrangeiras dos bancos sobre o passivo externo total do país, subiu para 56,9%⁴⁵.

Um fato importante a ser ressaltado é que as instituições financeiras começam a reduzir os seus passivos de curto prazo e a aumentar os de longo prazo no segundo trimestre de 1997, isto é exatamente no início da crise asiática, quando se desvaloriza a moeda nacional da Tailândia. Deste

momento em diante, a percepção dos investidores internacionais e das instituições financeiras domésticas quanto a sustentabilidade do processo de financiamento das posições em ativos de capital começa a se alterar, dado o peso das obrigações em divisas e de curto prazo no passivo total. No terceiro trimestre de 1997, conforme Paineira (2001: 111-2), a soma do passivo externo líquido total das instituições financeiras mais o das filiais estrangeiras e subsidiárias dos bancos coreanos (US\$ 74,4 bilhões) é maior que o passivo externo líquido total do país (US\$ 67,2 bilhões).

Segundo Paineira (2001: 113-14), por meio da conta financeira do Balanço de Pagamentos por setor, podemos ter uma boa avaliação de quais fatores e setores impactam o passivo externo líquido do país, principalmente no período da crise financeira do país⁴⁵. Na deflagração da crise, o passivo externo líquido do país reduz-se em US\$ 20,1 bilhões, sendo os bancos responsáveis por US\$ 17,6 bilhões desta redução total. Este fato apresenta uma relação clara do papel decisivo dos bancos no processo de instabilidade financeira da Coreia do Sul.

A principal variável responsável pela deflagração da crise financeira – ou da transformação da fragilidade financeira em instabilidade financeira – foi a desvalorização da taxa de câmbio da Coreia do Sul. Em virtude da magnitude dos passivos externos líquidos, principalmente os de curto prazo, das instituições financeiras frente às disponibilidades de divisas do país, a crise financeira coreana se torna, também, uma crise cambial.

O modelo de endividamento privado escolhido pela Coreia do Sul se assemelha ao de outros países vizinhos envolvidos na crise asiática, pois segundo Miranda (1998: 134), este modelo de crescimento “implicou uma relação de passivos privados em moedas estrangeiras/reservas internacionais progressivamente mais elevadas, fazendo com que as necessidades anuais de captação bruta de divisas para amortizar ou rolar as dívidas contraídas e financiar os déficits em transações correntes fossem cada vez maiores. É este coeficiente – principalmente quando as obrigações estão concentradas no curto prazo – que mede a credibilidade da taxa de câmbio vigente e a sustentabilidade dos fluxos financeiros externos”.

2.1.3- A fragilidade financeira externa do país: um indicador de tendência

⁴⁵ Para termos uma dimensão da importância dessas filiais dos bancos coreanos, segundo o relatório do BIS (1998: 128) “somente no fim de novembro de 1997, quase US\$ 17 bilhões dos US\$ 24 bilhões das reservas internacionais do Banco Central sul-coreano tinham sido colocadas em depósito para essas filiais estrangeiras, que estavam com dificuldades de honrar suas obrigações em moeda estrangeira”.

⁴⁶ A amplitude da crise financeira sobre a economia da Coreia do Sul pode ser avaliada pelo valor total gasto pelo governo sul-coreano no programa de reestruturação do setor financeiro do país que alcançou, ao longo de 2 anos, a cifra de 13% do PNB (Baliño et alli, 1999: 124), e pela queda do índice da produção industrial do país que cai 11,2% entre o último trimestre de 1997 e o primeiro de 1998. Contudo, a produção industrial do país volta para o patamar de antes da crise logo no final de 1998.

Nesta subseção, abordaremos quais foram as principais variáveis econômicas e financeiras responsáveis pela elevação da fragilidade financeira externa da Coréia do Sul ao longo da década de 1990 que culminou na crise financeira e cambial de 1997. Para realizar a tarefa, aplica-se o índice de fragilidade financeira externa (IFFE) que foi elaborado, inicialmente, por Paula e Alves Jr. (1999) para medir o grau de fragilidade financeira da economia brasileira. O grau de fragilidade financeira externa de um país é uma função das “necessidades de que uma economia tenha de recorrer ao mercado financeiro internacional para renegociar posições financeiras em aberto (ou seja, não possa pagar de imediato), mesmo que com taxas de juros e prazos desfavoráveis” (Paula e Alves Jr. :1999, 79). O IFFE procura comparar as obrigações reais e virtuais da economia do país, em moeda estrangeira, com sua respectiva capacidade de pagamento. A composição original do índice é a seguinte:

$$\text{IFFE} = (M + D_j + D_{os} + A + \text{CCP}_{-1} + \text{PLA}_{-1}) / (X + R_j + R_{os} + \text{RE}_{-1} + I_d + E_{ml})$$

Onde: M= importações; X= exportações; D= despesas com juros “j” e outros serviços (OS); R= receitas com juros “j” e outros serviços (OS); A= amortização de empréstimos; CCP₋₁= estoque de capitais de curto prazo, defasado em um período; PLA₋₁= estoque de investimento líquido em portfólio, defasado em um período; RE₋₁= reservas internacionais acumuladas até o período anterior; I_d= entrada de divisas correspondentes aos investimentos diretos; E_{ml}= empréstimos de médio e longo prazo.

Mas, pela imposição da natureza do nosso objeto (a economia da Coréia do Sul possui características diferentes do objeto de análise dos autores citados), algumas modificações se fizeram necessárias. Assim, consideramos, por um lado, o fluxo líquido de investimentos diretos, e não somente a entrada de divisas correspondente aos investimentos diretos. Esta alteração se deveu ao fato de a economia sul coreana ter uma maior presença nos investimentos diretos externos realizados fora do país do que a economia brasileira, conforme Paineira (2001: 115). A outra mudança originou-se da falta de dados estatísticos referentes à amortização de empréstimos. Assim, essa variável não foi considerada na formulação do IFFE da Coréia do Sul. Esta ausência, portanto, deixa o IFFE do país sub-estimado, na medida em que as amortizações realizadas elevam o grau de fragilidade financeira externa. O IFFE para a economia coreana fica da seguinte forma:

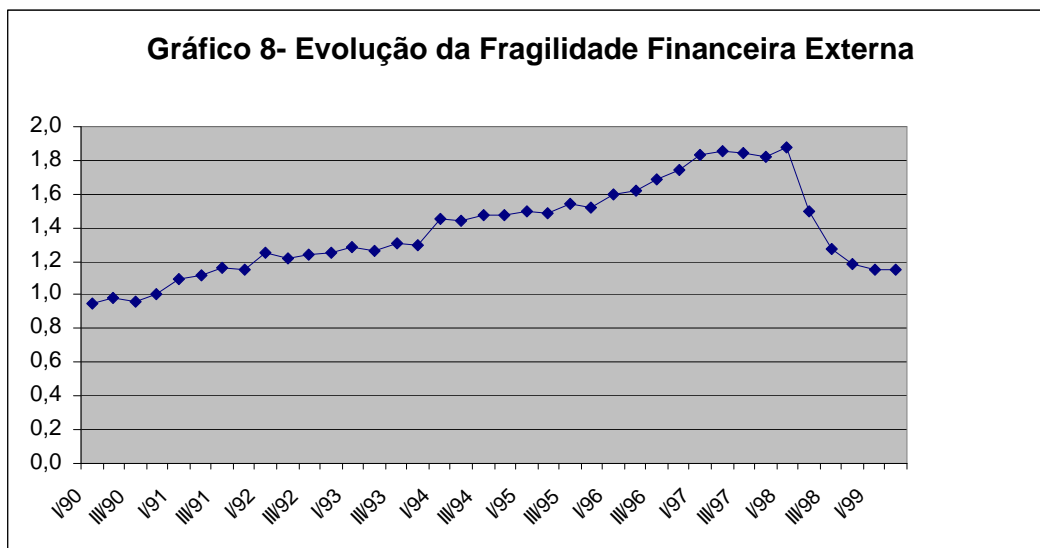
$$\text{IFFE} = (M + D_r + D_{os} + \text{CCP}_{-1} + \text{PLA}_{-1}) / (X + R_r + R_{os} + \text{RE}_{-1} + I_d + E_{ml})$$

Onde: M= importações; X= exportações; D= despesas com renda “r” e outros serviços (OS); R= receitas com renda “r” e outros serviços (OS); CCP₋₁= estoque de capitais de curto prazo, defasado em um período; PLA₋₁= estoque de investimento líquido em portfólio, defasado em um período; RE₋₁= reservas internacionais acumuladas até o período anterior; I_d= investimentos diretos externos líquidos; E_{ml}= empréstimos de médio e longo prazo.

Este índice permite-nos avaliar o quão resistente é a economia de um país a choques externos. Quanto menor for o índice, maior é a capacidade do país fazer frente a seus compromissos financeiros sem ter que recorrer a refinanciamento de suas posições e/ou aos seus estoques de reservas internacionais. Alternativamente, quanto maior for o índice, menor será a capacidade de o país em cumprir suas obrigações externas e, portanto, maior a probabilidade que ele tenha que recorrer a refinanciamento de suas posições e/ou redução de seus estoques de reservas internacionais. Segundo Paula e Alves Jr. (1999: 80), “essa interpretação permite uma classificação para a postura financeira de um país análoga ao conceito de fragilidade financeira elaborado por Minsky”.

Assim sendo, a classificação das posturas financeiras da economia dependerá de como os pagamentos integrais das obrigações externas, tanto as reais como as virtuais, serão realizados. Vale dizer, dependerá das fontes de recursos usadas para realizar tais pagamentos em moeda estrangeira. No caso de o país estar recorrendo a refinanciamento constante de seus compromissos, ele está com uma postura financeira especulativa⁴⁷. Na conjuntura de não haver necessidade de refinanciamento das obrigações externas, o país apresenta uma postura financeira *hedge*.

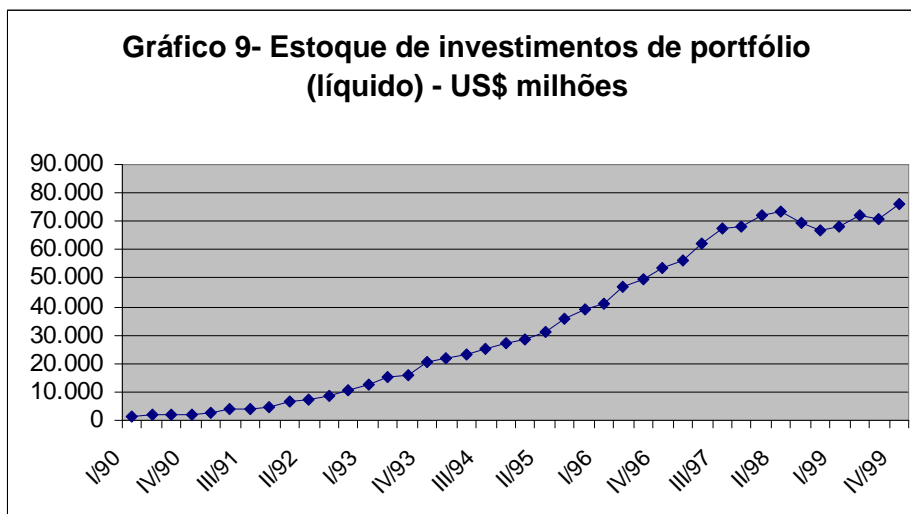
No gráfico 8, temos a trajetória da fragilidade financeira externa da Coreia do Sul durante os anos 90.



Da década de 90 até a deflagração da crise financeira no final de 1997, como podemos ver acima, a fragilidade financeira externa é crescente. Contudo, essa tendência é logo revertida após a crise de financiamento que se abateu sobre a economia da Coreia do Sul. Discutir-se-ão agora quais foram os principais fatores que contribuíram para a elevação da fragilidade financeira externa e quais os elementos essenciais na recuperação da estabilidade financeira da economia sul coreana.

⁴⁷ É a compatibilidade ou não entre os gastos correntes e os compromissos financeiros com as receitas correntes e o grau de liquidez dos ativos que define a postura financeira do país. A esse respeito, ver Paula e Alves Jr. (1999).

A década de 1990 foi um período marcado por reformas liberalizantes, principalmente no setor financeiro. Dentro deste contexto, foram os aumentos do estoque de investimento líquido em portfólio e do estoque de capitais de curto prazo os principais elementos explicativos do aumento da fragilidade financeira externa do país, conforme Paineira (2001: 115). A trajetória ascendente dos investimentos líquidos em portfólio pode ser vista no gráfico em seguida.



Simultaneamente às reformas estruturais de liberalização financeira, a estabilidade cambial foi decisiva para sustentar os crescentes fluxos de capitais para a economia sul coreana ao longo da década de 90. Outros fatores⁴⁸ que, em menor grau, fizeram elevar a fragilidade financeira externa foram os elevados déficits da balança comercial, principalmente no triênio de 1995-97, e os investimentos externos diretos líquidos que tiveram um fluxo negativo ao longo de quase toda a década. Contudo, este fluxo aumenta, principalmente a partir da segunda metade da década. Este processo nos investimentos externos se dá, segundo Coutinho (1999: 371), porque os chaebols aceleraram os seus processos de internacionalização: “investiram pesadamente na fixação de suas marcas, buscaram penetrar nos mercados dos países desenvolvidos (especialmente nos EUA) através de investimentos diretos”.

A recuperação verificada na estabilidade financeira do país – que pode ser vista pela queda no IFFE após a crise financeira de 1997 – é devida, essencialmente, aos expressivos superávits na balança comercial, que ficou em US\$ 40 bilhões em 1998. Há que se ressaltar que o grande acúmulo de saldos no balanço comercial é por causa da forte redução nas importações, já que as exportações praticamente mantiveram, em dólar, o seu valor. A Coreia do Sul apresentou uma substancial elasticidade no saldo de sua balança comercial em relação à desvalorização da taxa de câmbio realizada em consequência da crise financeira de 1997. Como podemos inferir dos dados utilizados,

⁴⁸ O saldo da conta de despesas e receitas de serviços de não-fatores e de rendas de fatores também contribuiu na tendência de aumento da fragilidade financeira externa do país, principalmente a partir do primeiro trimestre de 1995.

estes saldos comerciais, em sua maior parte, são revertidos em reservas internacionais do país, o que melhora, ainda mais, o IFFE do país. Outro fator importante na recuperação do IFFE foi a forte redução no estoque de capitais de curto prazo – que passa de US\$ 65 bilhões no terceiro trimestre de 1997 para o patamar de US\$ 30 bilhões no final de 1998. A estabilização no crescimento do estoque de investimento líquido em portfólio também é um fato a ser ressaltado na redução da fragilidade financeira externa da Coreia do Sul.

Portanto, podemos afirmar que a trajetória de aumento da fragilidade financeira externa da Coreia do Sul ao longo da década de 1990 esteve estreitamente ligada com o influxo de capitais externos, fundamentalmente os de curto prazo, e com os investimentos em portfólio. Como as captações externas foram realizadas maciçamente pelos bancos coreanos, podemos dizer que a elevação da fragilidade financeira externa do país é devida basicamente ao comportamento das instituições financeiras ao longo do ciclo de negócios da economia sul-coreana.

Conclusão

Neste trabalho, mostrou-se a relevância da HIF de Minsky em um contexto de predominância do capital financeiro e de mobilidade de capitais. A importância desta abordagem teórica foi realizada pela análise da preferência por liquidez das instituições financeiras durante o ciclo econômico. A preferência pela liquidez das instituições financeiras diminui na fase de expansão do ciclo de negócios na medida em que os bancos ao terem maior grau de confiança em suas perspectivas de rentabilidade, preferem sustentar posições em ativos de capital com menor liquidez, porém com maior rentabilidade. Isto expande a oferta de crédito para o setor privado, que possibilita o crescimento da economia. A fase de crescimento do ciclo econômico pode ser interrompida por mudanças no grau de confiança das expectativas dos agentes. Esta inflexão do ciclo pode ser ocasionada pela reversão no grau de expectativas das unidades, principalmente o dos bancos que determinam a oferta de crédito pela sua preferência por liquidez, por variações na taxa de juros ou pelas variações na taxa de câmbio que afetem a sustentabilidade das condições de financiamento das posições em ativos de capital das unidades econômicas. Na fase de recessão, a preferência pela liquidez dos bancos aumenta devido ao baixo grau de confiança em suas expectativas de rentabilidade. Por isso, as instituições financeiras preferem manter em carteira ativos mais líquidos, porém de menor rentabilidade. O efeito sobre a atividade econômica é de retração, posto que as operações de concessão de créditos ao setor privado são reduzidas pelas instituições financeiras.

A trajetória da economia sul-coreana, ao longo da década de 1990, já no contexto de uma nova estrutura institucional é uma demonstração da atualidade da HIF. Procurou-se mostrar que as causas da crise financeira da Coreia do Sul no final de 1997 estão, prioritariamente, no comportamento das

instituições financeiras do país, ao longo do ciclo de negócios. As instituições financeiras coreanas, ao se sentirem confiantes, elevaram suas posições em ativos de capital mais rentáveis e, por outro lado, buscaram novas fontes de recursos (passivos), principalmente as referenciadas em divisas, que atendessem à crescente demanda por crédito. Ao longo deste estado de confiança, à medida que as instituições aumentavam suas posições em ativos de capital, crescia a sua disposição em aceitar passivos, com refinanciamentos cada vez mais curtos. Por isso, quando o estado de confiança que, mantinha esse tipo de comportamento desaparece, as instituições financeiras vêm rompida a sustentabilidade de suas posições em ativos de capital, dá-se início ao processo de instabilidade financeira que, na Coreia do Sul resultou em crise cambial.

BIBLIOGRAFIA:

Akyüz, Y. (1991) "Inestabilidad e Incertitumbre en los Mercados Financieros Internacionales", Boletín del CEMLA, nov-dic 1991, vol.XXXVII, nº6.

Arestis, P. e Glickman, M. (2002) "Financial crisis in Southeast Asia: dispelling illusion the Minskyan way", Cambridge Journal of Economics, vol. 26, 237-60.

Baliño, T.J. Tomas et alli (1999), *Financial Sector Crisis and Restructuring: Lessons from Asia*, september, IMF, Washington.

BIS (1999). *69th Annual Report*, Basle.

BIS (1998). *68th Annual Report*, Basle.

BIS. *Statistics on External Indebtedness*, vários anos, Basle.

BIS. *The Maturity, Sectoral and Nationality Distribution of International Bank Lending*, vários anos, Basle.

Carvalho, F.C. de (1998). "On Banks' Liquidity Preference", mimeo.

Chang, H.J., Park, H.J. & Yoo, C.G. (1998). Interpreting the Korean Crisis: financial liberalization, industrial policy, and corporate governance, Cambridge Journal Economics, vol. 22, n.6.

Chesnais, F. (1996). *A Mundialização do Capital*. São Paulo. Editora Xamã.

Coutinho, L. (1999). "Coreia do Sul e Brasil: paralelos, sucessos e desastres" in Fiori, L. J. (org.) *Estados e Moedas no Desenvolvimento das Nações*. Petrópolis, RJ, Ed. Vozes.

Dow, S. (1993). *Money and the Economic Process*, Cambridge, Edward Elgar.

Federal Reserve Bank of New York (1990). *Funding and Liquidity: Recent Changes in Liquidity Management at Commercial Banks and Securities Firms*, A Staff Study, July.

Finger, M. K. e Schuknecht, L. (1999). "Trade, Finance and Financial Crises", *Special Studies* 3, Genebra, World Trade Organization.

Gray, H. Peter e Gray, M. Jean, (1994). "Minskian Fragility in the International Financial System" in Dymsky, G. e Pollin, R. (eds.) *New Perspectives in Monetary Macroeconomics: explorations in the tradition of Hyman P. Minsky*, Michigan: The University of Michigan Press.

IMF (2000). *Financial Statistics*. Dezembro, Washington.

Kregel, J. (1999). *Yes, "It" Did Happen Again – A Minsky Crisis Happened in Asia*, mimeo.

Kregel, J. (1998). *The Past and Future of Banks*, Quaderni di Ricerche, n°21 Bancaria Editrice.

Minsky, H. P. (1975). *John Maynard Keynes*, New York: Columbia University Press.

Minsky, H. P. (1982). *Can "it" happen again ?, Essays on Instability and Finance*. New York, M. E. Sharp.

Minsky, H. P. (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*, New Haven: Yale University Press.

Minsky, H. P. (1994). "Integração financeira e política monetária", in *Economia e Sociedade*, no. 3, Campinas, Unicamp.

Miranda, C. J. (1998). "A Dinâmica Financeira da Crise Asiática", *Política Externa*, vol. 6, n.º4, março, Paz e Terra.

Paula, L.F.R. & Alves Jr., A.J.(1999) "Fragilidade Financeira Externa e os Limites da Política Cambial no Real." *Revista de Economia Política*, vol.19, n.1 (73), jan/mar.

Painceira, J.P. e P. (2001) "A Atualidade da Hipótese de Instabilidade Financeira e a Crise Financeira da Coreia do Sul de 1997", dissertação de mestrado, IE/UFRJ.

Plihon, D. (1995). "A ascensão das finanças especulativas", in *Economia e Sociedade*, no. 5, Campinas, Unicamp.

World Bank (1999). *World Development Finance*, Basle.