

A crise asiática: para além das explicações convencionais

André Moreira Cunha*

A região do Pacífico Asiático (PA) reúne um conjunto de países que apresentou, nas últimas décadas, as mais elevadas taxas de crescimento econômico do mundo. Entre 1950 e 1992, Taiwan viu sua renda real *per capita* crescer 12 vezes; a Coreia do Sul, 11 vezes; o Japão, 10 vezes. Em média, as principais economias latinas não chegaram a dobrar suas rendas reais *per capita*, enquanto as economias ocidentais industrializadas as triplicaram.¹

Esse desempenho impressionante fez dessa região o foco das atenções de acadêmicos e instituições multilaterais preocupadas com a questão do desenvolvimento econômico. O debate em torno da existência de um "modelo asiático" de desenvolvimento, distinto do modelo ocidental, anglo-saxônico, vem nortear as pesquisas sobre o sucesso desses países. Ainda que não se tenha chegado a um consenso em torno dos determinantes do chamado "milagre asiático", os trabalhos mais recentes consolidaram uma percepção de que a sua experiência foi marcada por um padrão de intervenção do Estado e de relações entre os agentes privados (indústria, bancos e comércio) e públicos, que, se não explica seu sucesso, ao menos não pode ser desconsiderado na análise daquele dinamismo.

Nas décadas de 80 e 90, assistiu-se a um aprofundamento das tendências de desenvolvimento na região: (a) houve uma participação crescente dos países do Pacífico Asiático no comércio internacional e no valor adicionado da indústria mundial (Industr. Develop.: global rep., 1997); (b) ampliaram-se as relações econômicas regionais, tanto do ponto de vista do comércio quanto dos investimentos produtivos e financeiros; (c) integraram-se, sob o comando japonês, as suas economias periféricas, como Malásia, Indonésia, Tailândia e Filipinas; (d) a China emergiu como um importante ator no comércio mundial, disputando os mercados ocidentais com os países em desenvolvimento da região, especialmente em setores intensivos em trabalho (CUNHA, 1998).

* Professor da Unisinos e da PUC-RS. Doutorando pelo Instituto de Economia da Unicamp.

¹ Estimativas de Maddison (1995), em dólares constantes de 1990.

Por outro lado, no final da década de 80 e início da de 90, o Japão iniciou um processo de retração econômica, provocada, em grande medida, por problemas de natureza financeira. Em 1997, sob o peso de uma nova crise financeira, de proporções e repercussões ainda incertas, o Pacífico Asiático voltou a ser o centro das atenções, não só pelas repercussões mundiais em termos de diminuição no crescimento da renda e do comércio, como, também, pela crescente instabilidade nos mercados financeiros internacionais.

Em Cunha (1998), trabalhou-se a compreensão da atual crise asiática, enfatizando-se os desequilíbrios gerados pelo processo de integração econômica regional nos anos 80 e 90. Agora, pretende-se enfocar uma outra dimensão central da crise: as pressões macroeconômicas decorrentes da desregulamentação dos mercados financeiros locais, ou, mais especificamente, das pressões relacionadas com a ruptura do modelo tradicional de desenvolvimento liderado pelo Estado. Ainda que a crise esteja em pleno desenvolvimento, torna-se necessário ampliar o escopo de análise para além dos fatores conjunturais e/ou exclusivamente financeiros para melhor se compreenderem as causas e os desdobramentos daquela.

Para ter-se uma visão de conjunto, trabalhar-se-á com aquelas economias que o Banco Mundial (WORLD BANK, 1993) denominou de países asiáticos de alto desempenho (PAADs), ou seja: Japão, Coreia do Sul (de agora em diante somente Coreia), Taiwan, Hong Kong, Cingapura, Indonésia, Malásia e Tailândia, incluindo-se China e Filipinas. É a esse conjunto que se chama de Pacífico Asiático. Denomina-se de NICs² I o subconjunto representado por Coreia, Taiwan, Hong Kong e Cingapura, e de NICs II o subconjunto Indonésia, Malásia e Tailândia. É fundamental separar esses dois conjuntos de países, pois, como se verá adiante, os NICs II apresentaram fragilidades econômicas maiores, expondo-se mais à crise financeira. Por outro lado, é um consenso que os NICs I, especialmente a Coreia, avançaram mais no processo de *catching up* com os países industrializados mais desenvolvidos. Os NICs I e II, junto com Filipinas e China, serão denominados de Pacífico Asiático em Desenvolvimento (PAD). Até o momento, os cinco países mais atingidos pela crise são os NICs II mais Filipinas e Coreia.

Dividiu-se o presente trabalho da seguinte forma: (a) inicia-se com uma breve discussão sobre a retomada do debate acerca do processo de rápido desenvolvimento do PA, procurando-se identificar as diferentes perspectivas acerca das suas causas; (b) em seguida, analisa-se **o que há de comum** nas

² Newly Industrialized Countries, ou seja, países de industrialização recente. A literatura especializada também trabalha com a sigla NIEs (Newly Industrialized Economies).

explicações convencionais da crise financeira, especialmente no que se refere à ênfase à ineficiência estrutural do “modelo asiático”, marcado por relações espúrias entre Estado e mercado; (c) emerge, assim, o aspecto da economia política da crise, sob o qual se procura recolocar algumas questões, invertendo a argumentação convencional — teria sido o desmonte do bem-sucedido padrão de intervenção política sobre a dinâmica de mercado a principal causa estrutural da crise (a ênfase aqui é para o caso coreano); (d) segue, à guisa de conclusão, uma proposta alternativa de estudo da crise asiática.

1 - O milagre do Pacífico Asiático: a retomada do debate³

No final da década de 80 e início da de 90, intensificou-se o debate em torno dos determinantes do desenvolvimento econômico. A América Latina havia entrado em um período prolongado de crise. Os críticos da via desenvolvimentista, que enfatizava uma ação ativa do Estado na promoção da industrialização no âmbito de mercados relativamente protegidos, aproveitaram para reafirmar as virtudes de estratégias não intervencionistas e voltadas para os mercados externos. O Pacífico Asiático seria o maior exemplo de como a combinação de uma gestão macroeconômica prudente, da abertura dos mercados e da intervenção limitada do Estado no processo de acumulação geraria as condições propícias para a aceleração do crescimento. Nessa perspectiva, percebe-se o mercado como a instituição que garantiria a alocação mais eficiente dos recursos disponíveis. Ao Estado caberia o papel de minimizador das distorções nos preços relativos, ou seja, dos sinais que indicariam o uso eficiente, ou não, dos recursos. A melhor política é a que garante a manutenção dos “preços certos”, aqueles que refletiriam a escassez relativa dos fatores de produção e, portanto, indicariam os parâmetros para os cálculos no emprego mais eficiente desses mesmos fatores.

Por outro lado, economistas não alinhados à visão do “preço correto” procuram destacar que a política, no caso do Pacífico Asiático, agiria no sentido oposto, vale dizer, na construção consciente de sinais “errados” — por não refletirem a escassez relativa corrente dos fatores —, que direcionariam a acumulação em um sentido previamente estabelecido. A hierarquização “política” *versus* “mercado”, por mais simplista que possa parecer, é um corte relevante

³ Para um maior detalhamento, ver Canuto (1994), Cunha (1997), Krugman (1994), Sarel (1997), United Nations (Trade Develop. Rep. 1993; 1994; 1996) e World Bank (1993).

dentro da economia política do desenvolvimento. A busca da construção de “consensos” em torno da idéia de que ambos seriam complementares e não necessariamente excludentes não afasta a busca — intencional ou não — de estabelecer graus distintos de importância para o dois.

No âmbito puramente acadêmico, o interesse renovado pelo crescimento econômico, a partir da segunda metade dos anos 80, levou a uma grande quantidade de trabalhos que procuravam identificar as causas do rápido crescimento de algumas economias, em especial as do Pacífico Asiático.⁴ Em grande medida, esses trabalhos acabavam neutralizando a dicotomia política-mercado, ao proporem que o determinante último do crescimento seria o processo de acumulação acelerada de capital físico e humano. A polêmica deixa de localizar-se no campo da economia política do desenvolvimento e passa para a busca de cálculos mais precisos sobre a produtividade total dos fatores.⁵

A recente crise financeira desloca novamente o debate. O “modelo asiático”, em que pese a suas possíveis virtudes passadas, estaria estruturalmente associado a um conjunto de distorções geradas no plano da política: a existência de um “capitalismo de compadres”, onde o crédito é manipulado, onde existem garantias implícitas de que ninguém irá “quebrar” e, portanto, onde os sinais de preço são distorcidos, criando sobreestímulos para as decisões de investimento e subestimação dos riscos.

2 - A crise financeira⁶

Mais de um ano se passou desde o início de um processo de crescente instabilidade nos mercados financeiros internacionais, detonado pela crise asiática. As principais instituições multilaterais e economistas acadêmicos concentraram seus esforços em resolver um aparente paradoxo: como a região que mais cresceu no mundo nas últimas décadas tombou de forma tão rápida e profunda? Ter-se-iam superestimado as razões do sucesso asiático? Essas questões mostram-se mais relevantes na medida em que a sabedoria convencional acerca das crises financeiras se mostrou pouco aderente aos fatos estilizados encontrados na situação do Pacífico Asiático.

⁴ Sobre esse ponto específico, ver Sarel (1997) e IMF (Wld. Econ. Outlook, 1998b, cap.III).

⁵ Por exemplo, Young (1994) e Sarel (1997). Um síntese mais ampla em IMF (Wld. Econ. Outlook, 1998b).

⁶ Em Cunha (1998), trabalham-se os detalhes da crise, bem como suas diversas interpretações.

2.1 - A convergência na explicação convencional

Vários fatores têm sido apontados como causadores da crise. Alguns de natureza conjuntural, que propiciaram a sua eclosão, e outros de natureza estrutural, inerentes ao “modelo” ou, como muitos preferem, à “estratégia” asiática de desenvolvimento. Essa divisão é um tanto arbitrária, na medida em que elementos de natureza conjuntural e estrutural se entrelaçam, o que potencializa a crise.

Do ponto de vista conjuntural, assistiu-se a uma grande ampliação na entrada de capitais, tanto na forma de investimento direto externo (IDE) como de investimento em *portfolio* e empréstimos de instituições financeiras — entre 1994 e 1996, os países asiáticos mais atingidos pela crise receberam, em média, um terço do total dos capitais que se direcionaram para os mercados emergentes; em 1997, houve uma forte reversão, especialmente de empréstimos bancários (Tabela 1). Essa entrada esteve associada à ampliação de posições passivas por parte dos agentes econômicos domésticos, que, assim, puderam alavancar seus investimentos em bens reprodutíveis e não reprodutíveis.

Regimes cambiais rígidos, com as moedas nacionais atreladas ao dólar — componente estrutural —, e a valorização da moeda norte-americana frente ao iene estimularam a tomada de empréstimos em divisas norte-americanas — em sua grande maioria, empréstimos de curto prazo de maturação. Ampliou-se, assim, a exposição de empresas e instituições financeiras ao risco cambial. Por outro lado, as rendas de exportação ficaram comprometidas, não só pela valorização das moedas locais frente ao dólar e, mais ainda, ao iene, como também pela queda nos preços de alguns produtos com forte participação nas pautas de exportação dos países da região, especialmente os eletrônicos (Wld. Econ. Outlook, 1998a, INTERNATIONAL..., 1998).

Além disso, havia indícios de excesso de investimento tanto em setores da indústria — química, eletrônica, automobilística, etc. — quanto nos mercados de ativos reais (imóveis) e de capitais. Da mesma forma, a fragilização das contas externas, manifestada em elevados déficits em conta corrente com relação ao PIB (Tabela 2), contribuiu não somente para aprofundar a dependência dos influxos de capitais, como para alimentar o efeito contágio, ou seja: do ponto de vista dos investidores internacionais, os mercados emergentes que compartilhavam esse conjunto de fragilidades, ainda que em níveis diferenciados, passaram a ser percebidos como igualmente arriscados. Muitos apontam que os desequilíbrios comerciais com o Japão teriam poder explicativo na crise.⁷

⁷ Por exemplo, Corsetti, Pesseti e Roubini (1998), Cunha (1998) e Dymiski (1998).

Tabela 1

Fluxos de capitais aos mercados emergentes em
algumas regiões selecionadas — 1990-97

	(US\$ bilhões)			
DISCRIMINAÇÃO	1990	1991	1992	1993
MERCADOS EMERGENTES				
Total das entradas líquidas de capitais privados				
IDE líquido	31,0	126,9	120,9	164,7
Investimento de <i>portfolio</i> líquido	17,6	31,3	37,2	60,6
Outros	17,1	37,3	59,9	103,5
Empréstimos externos líquidos de credores oficiais	-3,7	58,4	23,8	0,7
Total de entradas líquidas de capitais	22,2	25,7	17,6	18,7
	53,2	152,7	138,5	183,4
ÁSIA				
Total das entradas líquidas de capitais privados				
IDE líquido	19,1	35,8	21,7	57,6
Investimento de <i>portfolio</i> líquido	8,9	14,5	16,5	35,9
Outros (1)	-1,4	1,8	9,3	21,6
Empréstimos externos líquidos de credores oficiais	11,6	19,5	-4,1	0,1
Total de entradas líquidas de capitais	5,6	11,0	10,3	8,7
	24,7	46,8	32,0	66,3
PAÍSES ASIÁTICOS EM CRISE (2)				
Total das entradas líquidas de capitais privados				
IDE líquido	24,9	29,0	30,3	32,6
Investimento de <i>portfolio</i> líquido	6,2	7,2	8,6	8,6
Outros (1)	1,3	3,3	6,3	17,9
Empréstimos externos líquidos de credores oficiais	17,4	18,5	15,4	6,1
Total de entradas líquidas de capitais	0,3	4,4	2,0	0,8
	25,2	33,4	32,3	33,4
MUDANÇA NAS RESERVAS				
Mercados emergentes	66,1	75,1	31,5	84,0
África	4,6	3,7	-2,8	1,6
Ásia	47,4	45,9	6,9	43,0
Oriente Médio e Europa	-1,2	4,9	1,3	4,9
América Latina	14,7	18,0	23,0	20,2
Países em transição	0,7	2,6	3,2	14,4

(continua)

Tabela 1

Fluxos de capitais aos mercados emergentes em algumas
regiões selecionadas — 1990-97

(US\$ bilhões)

DISCRIMINAÇÃO	1994	1995	1996	1997
MERCADOS EMERGENTES				
Total das entradas líquidas de capitais privados	160,5	192,0	240,8	173,7
IDE líquido	84,3	96,0	114,9	138,2
Investimento de <i>portfolio</i> líquido	87,8	23,5	49,7	42,9
Outros	-11,7	72,5	76,2	-7,3
Empréstimos externos líquidos de credores oficiais	-2,5	34,9	-9,7	29,0
Total de entradas líquidas de capitais	158,0	226,9	231,1	202,7
ÁSIA				
Total das entradas líquidas de capitais privados	66,2	95,8	110,4	13,9
IDE líquido	46,8	49,5	57,0	57,8
Investimento de <i>portfolio</i> líquido	9,5	10,5	13,4	-8,6
Outros (1)	9,9	35,8	39,9	-35,4
Empréstimos externos líquidos de credores oficiais	5,9	4,5	8,8	28,6
Total de entradas líquidas de capitais	72,1	100,3	119,2	42,5
PAÍSES ASIÁTICOS EM CRISE (2)				
Total das entradas líquidas de capitais privados	35,1	62,9	72,9	-11,0
IDE líquido	7,4	9,5	12,0	9,6
Investimento de <i>portfolio</i> líquido	10,6	14,4	20,3	11,8
Outros (1)	17,1	39,0	40,6	-32,3
Empréstimos externos líquidos de credores oficiais	0,7	1,0	4,6	25,6
Total de entradas líquidas de capitais	35,8	63,9	77,5	14,6
MUDANÇA NAS RESERVAS				
Mercados emergentes	90,9	122,9	100,7	52,2
África	4,6	1,7	5,1	7,8
Ásia	78,3	47,7	61,4	10,7
Oriente Médio e Europa	4,3	12,4	9,5	13,7
América Latina	-4,3	24,8	26,2	13,6
Países em transição	8,0	36,3	-1,5	6,4

FONTE: INTERNATIONAL capital markets: developments, prospects and key issues (1998). Washington, DC : MFI. (Arranjos do Autor).

(1) Empréstimos bancários, empréstimos de instituições oficiais, dentre outros.

(2) Indonésia, Coréia, Malásia, Filipinas e Tailândia.

Tabela 2

Crescimento, inflação e balanço em conta corrente em alguns países selecionados — 1990/99

PAÍSES	Δ% ANUAL DO PIB REAL				
	1990-95	1996	1997 (1)	1998 (2)	1999 (2)
Hong Kong	5,0	5,0	5,2	-5,0	0,0
Coréia	7,8	7,1	5,5	-7,0	-1,0
Cingapura	8,6	6,9	7,8	0,0	0,2
Taiwan	6,4	5,7	6,8	4,0	3,9
Indonésia	7,2	7,8	4,6	-15,0	...
Malásia	8,8	8,6	7,8	-6,4	...
Filipinas	2,3	5,7	5,1	-0,6	...
Tailândia	8,9	6,4	-0,4	-8,0	...
China	10,6	9,7	8,8	5,5	...
Índia	5,1	7,5	5,0	4,8	...

PAÍSES	Δ% ANUAL DOS PREÇOS AO CONSUMIDOR		
	1990-95	1996	1997
Hong Kong	9,3	6,0	5,7
Coréia	6,6	4,9	4,4
Cingapura	2,7	1,3	2,0
Taiwan	3,8	3,1	0,9
Indonésia	8,7	8,0	6,6
Malásia	3,7	3,5	2,7
Filipinas	11,0	8,4	5,1
Tailândia	5,0	5,8	5,6
China	12,4	8,3	2,8
Índia	10,3	5,9	5,1

PAÍSES	BALANÇO EM CONTA CORRENTE (% do PIB)		
	1990-95	1996	1997
Hong Kong	3,3	-1,7	-3,8
Coréia	-1,2	-4,8	-1,9
Cingapura	12,7	15,5	15,2
Taiwan	4,0	4,0	2,7
Indonésia	-2,5	-3,7	-2,9
Malásia	-5,9	-4,9	-5,1
Filipinas	-3,8	-4,7	-5,2
Tailândia	-6,7	-7,9	-2,0
China	0,9	0,9	2,3
Índia	-1,5	-1,1	-1,2

FONTE: ANNUAL REPORT, 68. (1998). Basiléia : Bank for International Settlements. WORLD ECONOMIC OUTLOOK (1998b). Washington, DC : MFI, oct.

(1) Alguns dados para 1997 são estimativas. (2) Os dados do PIB real para 1998 e 1999 são projeções do FMI.

Como elementos estruturais, tem-se apontado uma incompatibilidade entre a regulação dos sistemas financeiros e a crescente internacionalização dos mercados de capitais locais, especialmente após os movimentos de liberalização dos anos 90. Gerenciamento inadequado, fracos mecanismos de controle dos riscos, supervisão inadequada de instituições financeiras e não financeiras, falta de transparência e precisão nas informações contábeis, regras de adequação de capitais pouco rígidas (permitindo a tomada de posições fortemente alavancadas), dentre outros, formariam um quadro de distorção nos sinais de mercado. Em decorrência, ter-se-iam gerado cálculos equivocados de rentabilidade e risco por parte dos emprestadores (normalmente instituições financeiras internacionais) e tomadores (agentes locais) de recursos. Mais grave ainda seria a presença de uma variável distorcedora na função objetiva de cálculo dos agentes⁸: a percepção de que haveria uma garantia implícita, por parte dos governos, das suas posições passivas. Isso seria o resultado de um padrão histórico de relação entre os setores público e privado, marcada pelo favorecimento de empresas ou setores, concessão de créditos subsidiados e auxílios a instituições financeiras e não financeiras, etc.

De forma aparentemente contraditória, aponta-se que o sucesso asiático teria sido uma das principais causas de sua crise. Isto porque tanto as instituições financeiras e não financeiras internacionais quanto os agentes locais teriam tomado sua decisão de investimento (e endividamento) com a convicção de que as altas taxas de crescimento verificadas nas últimas décadas permaneceriam, se não no mesmo nível, pelo menos acima da média mundial. Além disso, a estabilidade macroeconômica e a crescente abertura — Tabelas 2 e 3 e Cunha (1998) —, associados à ampliação do risco-país na América Latina depois da crise de 1994 no México, direcionou as atenções dos investidores internacionais, com maior ênfase ainda, para os países asiáticos (Tabela 1).

É importante notar que se procurou salientar os aspectos comuns entre as diversas explicações convencionais, entendidas como posições vinculadas ao *mainstream* da economia. Contudo existem divergências relevantes, que não podem ser ignoradas, ainda que não sejam o objeto central deste trabalho. Assim, simplificadamente, podem-se destacar duas correntes que enfatizam certos aspectos causais principais, gerando distintas ênfases nas recomendações de políticas econômicas para o equacionamento da crise.

⁸ Para uma exposição formal de como o *moral hazard* penetraria na função objetivo dos agentes, ver Corsetti, Pesseti e Roubini (1998).

Tabela 3

Estrutura macroeconômica de alguns países
selecionados da Ásia — 1986-96

(% do PIB)

PAÍSES	INVESTIMENTO		POUPANÇA DOMÉSTICA	
	1986-95 (média)	1996	1986-95 (média)	1996
Coréia	33,9	36,8	36,4	35,2
Indonésia	32,6	32,1	33,8	31,2
Malásia	32,7	42,2	35,8	42,6
Filipinas	20,5	23,2	17,5	15,6
Tailândia	36,3	42,2	33,5	35,9

PAÍSES	BALANÇO FISCAL (1)		ABERTURA AO COMÉRCIO (2)	
	1986-95 (média)	1996	1986	1996
Coréia	0,3	0,0	30,7	28,9
Indonésia	0,9	-1,0	15,9	20,4
Malásia	-3,2	0,7	44,3	78,9
Filipinas	-1,9	0,3	16,4	31,2
Tailândia	2,1	0,7	20,9	34,9

FONTE: ANNUAL REPORT, 68. (1998). Basileia : Bank for International Settlements.

(1) Governo Central. Entre 1993 e 1996, a Malásia apresentou resultados positivos do ponto de vista fiscal (CUNHA, 1998). (2) (Exportações mais importações)/PIB.

Uma primeira salienta a dimensão microeconômica das decisões de investimento associada à ineficiência do padrão de intervenção do Estado nos termos apresentados anteriormente. A crise de confiança, manifestada especialmente na forte instabilidade cambial, e o efeito contágio sobre as demais economias da região e outros mercados emergentes só seriam revertidos, em um primeiro momento, através de políticas fiscais e monetárias contracionistas; em um segundo momento, por reformas estruturais capazes de gerar maior confiabilidade nos preços de mercado, vale dizer: transparência nos dados contábeis de empresas, bancos e governos; mudança nas práticas de gestão, principalmente nas políticas de financiamento; e estrita regulamentação do setor financeiro em um contexto de aprofundamento da liberalização em todos os mercados. O FMI sintetiza essa perspectiva (Wld. Econ. Outlook, 1998a, 1998b; INTERNATIONAL..., 1998).

Uma segunda corrente procura mostrar como uma crise de liquidez se tornou uma crise financeira generalizada na região. Enfatiza-se a associação entre as imperfeições do sistema financeiro internacional e das instituições e políticas macroeconômicas domésticas dos países afetados — especialmente na condução do processo de liberalização financeira. O rápido endividamento dos agentes privados, com um forte descolamento entre suas posições ativas — receitas prejudicadas pela queda nas exportações e superestimadas pela inflação no preço dos ativos reais — e passivas — débitos de curto prazo em divisas externas —, estaria no centro de um conjunto de vulnerabilidades surgidas com a liberalização financeira. Assim, a política preconizada pelo FMI de restabelecimento da estabilidade cambial através da elevação dos juros e de aperto fiscal teria gerado o efeito contrário ao pretendido, ou seja, ampliado a queda das moedas locais, dado o agravamento do quadro recessivo corrente e prospectivo (Tabela 2). Nesse sentido, Radalet e Sachs (1998) e World Bank (GLOBAL..., 1998) estão na linha de frente desse posicionamento crítico à interpretação do FMI e suas recomendações de política econômica.

2.2 - Limitação teórica e novos avanços

Em uma primeira aproximação, tomando-se a perspectiva neoclássica, a crise asiática não poderia ter ocorrido, isto porque os modelos convencionais de crises cambiais não comportariam a mais rápida confrontação com a realidade local. Krugman (1998), Corsetti, Pesseti e Roubini (1998), Kaminsky, Lizondo e Reinhart (1998), Kaminsky e Reinhart (1998), dentre outros, mostram que, até a crise asiática, havia duas famílias de modelos que procuravam explicar rupturas financeiras associadas a fugas de capital e a crises cambiais. Uma primeira

geração trabalhava com a noção de que, diante de um regime cambial rígido, com a autoridade monetária comprometendo-se a sustentar a paridade cambial com a venda de reservas, as crises se originariam de pressões monetárias derivadas da monetização de déficits fiscais. O *locus* da crise seria o Estado, cujos desequilíbrios fiscais passariam a ser sustentados pela emissão de títulos da dívida ou, diretamente, por expansão monetária.

Ao perceberem a fragilização fiscal do Estado, os agentes econômicos passariam a perder confiança na paridade estabelecida, aumentando sua demanda por cambiais. Para sustentar seu compromisso de manter a paridade, a autoridade monetária venderia suas reservas. O ataque especulativo ocorreria no momento em que o nível de reservas baixasse a um ponto considerado crítico pelos agentes. Como resultado, uma vez eclodida a crise, abandona-se o compromisso cambial e desvaloriza-se a moeda local. Assim, nesses modelos, há um vínculo de causalidade unidirecional que vai dos desequilíbrios fiscais à ruptura do regime cambial. Esses modelos teriam apresentado um forte poder explicativo nas crises cambiais em países latinos, nos anos 70 e 80.

Uma segunda geração de modelos nasce sob a inspiração dos ataques especulativos contra várias moedas européias entre 1992 e 1993, especialmente a libra e a lira. Aqui, complexificam-se os mecanismos de formação das expectativas associados aos ataques especulativos. Desaparece a causalidade única dos desequilíbrios, que vai do fisco ao câmbio. Mesmo sem problemas fiscais mais graves, podem haver ataques contra as moedas locais. Para tanto, basta que exista um regime cambial onde a autoridade monetária se comprometa com uma certa paridade ou banda de flutuação em divisa estrangeira. Para não ter como único instrumento de controle das metas cambiais a compra e a venda de divisas, a autoridade monetária utiliza a taxa de juros para regular o nível de reservas. Porém, com isso, estabelece-se um *trade off* : o aumento da taxa de juros para sustentar a meta cambial impõe um custo recessivo sobre os níveis de produto e emprego.

Assim, os investidores deixam de olhar somente para as contas fiscais e passam a formar suas expectativas também em função da percepção de qual seria o limite aceitável de comprometimento da produção e do emprego para se sustentar a paridade cambial. Se apostarem na insustentabilidade do arranjo câmbio-juros, antecipam uma futura desvalorização, fugindo para ativos denominados em divisas. Portanto, os investidores exploram o dilema das autoridades monetárias: garantir a confiabilidade da moeda local pela sustentação da paridade, não importando o nível das taxas de juros *versus* o custo recessivo gerado. O importante a ressaltar é que, nos modelos de segunda geração, pode haver crise cambial mesmo sem a presença de desequilíbrios fiscais significativos.

De imediato, verificou-se que a crise asiática não se enquadraria em nenhum desses conjuntos de modelos (KRUGMAN, 1998). Sem desequilíbrios fiscais e com níveis elevados de crescimento e emprego — Tabelas 2 e 3 e Cunha (1998) —, comprometer-se-iam os mecanismos de formação de expectativas dos modelos convencionais. Mais do que isso, percebeu-se logo que a crise cambial era uma decorrência da crise nos mercados de capitais. Novos elementos passaram a ser colocados no centro explicativo da dinâmica de eclosão e expansão da crise: o papel do *moral hazard* associado à crença dos agentes de que haveria a sustentação de suas posições a descoberto por parte dos governos, o efeito-contágio, a fragilidade regulatória dos sistemas financeiros, etc.

Corsetti, Pesseti e Roubini (1998) argumentam que a crise asiática está propiciando o surgimento de uma terceira geração de modelos de crise. Em seu próprio modelo, os autores procuram resgatar a raiz fiscal da crise asiática. Assim, mesmo que não houvesse nenhum desequilíbrio corrente nas contas públicas, na presença de governos que acenassem para o socorro a agentes privados com problemas patrimoniais, existiria uma espécie de “déficit fiscal escondido”, antecipado pelos agentes quando dos ataques especulativos.⁹ Consegue-se uma forma sofisticada de recolocar o Estado como o culpado último da crise.

⁹ “Especificamente, na raiz do nosso modelo está a consideração de que intervenções de socorro podem tomar diferentes formas, mas, em última instância, têm uma natureza fiscal e afetam diretamente a distribuição de renda e riqueza; um sistema implícito de socorro assegurado é equivalente a um estoque contingente de passivo público que não está refletido na dívida e nas contas de déficit até a crise ocorrer. Esses passivos podem ser manejados na presença de choques específicos a firmas ou mesmo em choques setoriais suaves. Eles se tornam preocupantes na presença de choques macroeconômicos de tamanho considerável (tal como uma queda prolongada no Japão, uma forte apreciação do dólar, choques negativos nos termos de troca, ou persistentes choques negativos de produtividade) que revelem inteiramente a fragilidade financeira associada a excessivos investimentos e tomada de risco)

“Enquanto os déficits fiscais antes da crise eram baixos, a fiança implícita ou explícita representam um sério peso no equilíbrio fiscal futuro, um peso cuja magnitude nos países asiáticos tem sido estimada ao redor de 10 — 20% do PIB. **Uma crise financeira e cambial pode ser entendida como a consequência da antecipação dos custos de socorro e dos conflitos distributivos em quem sustentar esses custos, que geram a expectativa de uma monetização parcial dos futuros déficits fiscais e de uma queda na atividade econômica induzida pelos ajustes fiscais e externos requeridos.** (tradução e grifo nosso)” (CORSETTI, PESSSETI, ROUBINI, 1998, p.6-7).

3 - O “modelo asiático” em xeque¹⁰

No plano da economia política do desenvolvimento, o impacto inicial da crise asiática fez-se sentir no fortalecimento de argumentos críticos à estratégia asiática de crescimento acelerado com base em políticas comerciais, industriais e de crédito que, explicitamente, incentivavam a acumulação doméstica de capital. Em síntese, na perspectiva ortodoxa, argumenta-se que, mais cedo ou mais tarde, as distorções nos preços de mercado geradas pelas políticas intervencionistas acabariam por comprometer as decisões microeconômicas de alocação dos recursos. Os excessos de investimento — na indústria e no mercado de ativos — e a subestimação dos riscos com empréstimos cada vez mais alavancados seriam a manifestação mais concreta daqueles desequilíbrios. Ainda que se admita que a liberalização financeira nos anos 90 tenha contribuído para o endividamento crescente e a inflação de ativos, procura-se deslocar o debate para: (a) a dimensão micro das decisões privadas de investimento e financiamento; e (b) a dimensão política de reafirmação de estilo ocidental de desenvolvimento, o que aparece na crítica às políticas comerciais e industriais, ao *corporate finance*, à organização do sistema financeiro, etc.¹¹

Por outro lado, autores como Akyüz (1998), Chang, Park e Yoo (1998), Islam (1998), Wade e Veneroso (1998) e Dymski (1998) procuram inverter a lógica das causalidades apontadas pela literatura ortodoxa. Se há uma convergência explicativa em torno dos determinantes conjunturais da crise, nos termos colocados anteriormente, esses autores argumentam que o seu principal determinante estrutural foi a desmontagem dos mecanismos de política econômica que viabilizaram o rápido crescimento asiático. Aqui, a ênfase recai no caso coreano, pois, dentre as economias mais diretamente afetadas pela crise, a Coréia era a que tinha alcançado os níveis mais elevados de desenvolvimento produtivo-tecnológico, sendo também, junto com o Japão e, em alguma medida, Taiwan, um modelo de eficiência na implementação de políticas intervencionistas pró-crescimento — algo admitido pelo Banco Mundial (WORLD BANK, 1993).

¹⁰ Para um refinamento dos argumentos deste ponto, ver Cunha (1998).

¹¹ É claro que sem a devida explicação de por que esses mesmos fatores foram exaltados até há bem pouco tempo como virtudes de um caso bem-sucedido de desenvolvimento, conforme atestam os documentos do Banco Mundial (Relat. Desenv. Mund., 1991; WORLD BANK, 1993).

Wade e Veneroso (1998) questionam como um padrão de políticas tão eficientes foi reduzido à idéia de um “capitalismo de compadres”¹², ponto central na argumentação convencional. De fato, não havia novidade no padrão de financiamento fortemente alavancado, expresso em uma relação capital de terceiros sobre capital próprio elevado. Essa estrutura se mantinha no bojo de um conjunto amplo e inter-relacionado de políticas: (a) uma elevada poupança doméstica; (b) uma relação estreita de colaboração entre bancos, indústria e Estado, em torno de uma estratégia nacional de industrialização; (c) incentivos públicos seletivos sempre condicionados ao aumento da eficiência produtiva, entendida enquanto a capacidade das empresas industriais de serem competitivas internacionalmente em setores e produtos intensivos em tecnologia e de maior elasticidade-renda; (d) políticas de coordenação que evitavam a formação de excesso de capacidade instalada nos setores “novos” ou na reestruturação dos setores “antigos”. A fragilidade da estrutura de financiamento diante de possíveis choques externos era minimizada não somente pela coordenação dos investimentos, como também pelas receitas em divisas propiciadas pelas exportações — a importância do *drive* exportador é um elemento de consenso entre ortodoxos e heterodoxos — e por um rígido controle do sistema financeiro. Procurava-se evitar o endividamento de curto prazo em divisas externas e a internacionalização dos mercados de capitais — desde logo, pouco desenvolvidos —, que abriria a oportunidade para o desvio de investimentos do setor produtivo para o financeiro.¹³ Além disso, a política cambial era conduzida em função das metas de industrialização, de modo que se evita a valorização da moeda doméstica, o que desequilibraria a estrutura patrimonial do setor produtivo (CHANG, PARK, YOO, 1998; CUNHA, 1997; CANUTO, 1994; WORLD BANK, 1993).

¹² “Os comentaristas ocidentais freqüentemente rejeitam o sistema enquanto sendo um ‘capitalismo de compadres’, vendo somente a sua corrupção e favoritismo. Eles esquecem a racionalidade financeira para relações cooperativas de longo prazo e recíprocas entre firmas, bancos e governos em um sistema que intermedia elevadas poupanças em altas taxas corporativas de dívida/capital próprio. (Eles também esquecem do capitalismo de compadres do estilo dos EUA, gerado por um regime de financiamento das campanhas eleitorais).” (WADE, VENEROSO, 1998, p.7, tradução do autor).

¹³ “Essa estrutura requer cooperação entre bancos e firmas e um considerável suporte governamental. O truque é criar um amortecedor no fluxo de caixa das firmas e na oferta de capital contra choques ‘sistêmicos’, enquanto não se protegem as firmas de julgamentos equivocados e mau gerenciamento. Restrições na liberdade das firmas e bancos em tomar dinheiro fora e a coordenação dos empréstimos externos por parte do governo são partes necessárias do sistema.” (WADE, VENEROSO, 1998, p.7, tradução do autor).

Ora, boa parte da literatura sobre a crise asiática aponta o papel dos intermediadores financeiros não regulamentados adequadamente¹⁴ em captar recursos junto a instituições financeiras internacionais e repassá-los aos investidores domésticos, que especulavam nos mercados de ativos. Da mesma forma, as empresas nacionais passaram a ter uma ampla liberdade de movimentação nos mercados financeiros internacionais, tomando empréstimos através de suas subsidiárias e fazendo investimentos sob os quais os governos de seus países de origem não tinham qualquer ingerência. Assim, manteve-se a estrutura de financiamento alavancada, típica do período virtuoso de rápido crescimento, sem os seus anteparos de política econômica e potencializada pela especulação nos mercados de ativos e capitais. Em conjunto com os desequilíbrios gerados pelo processo de integração econômica regional a partir de meados dos anos 80 (CUNHA, 1998; DYMSKI, 1998), seriam essas as causas da crise que, como apontam Wade e Veneroso (1998), não é meramente financeira, mas, sim, de ruptura de um certo padrão de desenvolvimento.

Assim, se a existência de um *corporate governance* marcado por um elevado endividamento fosse umas das causas fundamentais da crise, ter-se-ia de mostrar por que esse padrão histórico — e também verificado no caso japonês (Tabela 4) — foi tão funcional ao crescimento acelerado e, mesmo em momentos de maior exposição e alavancagem, não gerou rupturas como a atual (CHANG, PARK, YOO, 1998). Não sendo novo o padrão de financiamento, o que é? São a liberalização financeira e o desmonte dos mecanismos de coordenação dos investimentos.

Nesse mesmo sentido, Chang, Park e Yoo (1998) procuram diferenciar o que foi o “modelo tradicional” de intervenção do Estado no processo de acumulação de capital na Coreia, onde se destacou um forte controle sobre os fluxos de capital, e o período de liberalização financeira, aprofundado a partir de 1993, com o Governo de Kim Young Sam. Até 1986, os déficits crônicos em conta corrente forçavam um rígido controle sobre as divisas externas¹⁵. Os megasuperávits comerciais do período 1986-89 e, depois, os grandes influxos de capitais na década de 90, permitiram um crescente afrouxamento dos con-

¹⁴ Krugman (1998), IMF (Wld. Econ. Outlook 1997; 1998a; 1998b; INTERNATIONAL..., 1998), Corsetti, Pesseti e Roubini (1998), dentre outros. Maiores referências em Cunha (1998).

¹⁵ Aqui se destacavam dois mecanismos de controle: (a) o Sistema de Concentração das Reservas Cambiais, sob o qual todas as divisas externas tinham de ser cedidas ao Banco Central; (b) e a Lei de Gerenciamento das Reservas Cambiais, que impunha restrições à utilização dessas reservas, através da adoção de limites a remessas externas de divisas, aquisição de ativos no Exterior, gastos com turismo, etc. (CHANG, PARK, YOO, 1998).

troles. A internacionalização dos grupos privados coreanos associado à melhoria nas classificações de risco de empresas e bancos coreanos pelas agências de *rating*, em um quadro de crescente liquidez nos mercados financeiro internacional, passaram a tornar cada vez mais redundantes os mecanismos de restrição às operações internacionais¹⁶. A intervenção estatal no mercado de capitais tornava-se um ônus para uma economia extremamente dinâmica e com pretensões a ampliar sua presença nos mercados internacionais de bens, serviços e capitais. Criaram-se pressões internas à liberalização da conta capital, que se somaram às pressões norte-americanas.

Dados esses fatores e a decisão do Governo Kim Young Sam de criar as condições exigidas para a entrada da Coreia na OCDE, lançou-se, em 1993, um plano quinquenal de liberalização financeira.¹⁷ Uma de suas conseqüências diretas foi o forte crescimento do endividamento externo (Tabela 5), cujo perfil eminentemente de curto prazo expôs a Coreia a uma crescente fragilização externa.¹⁸ Esta, por sua vez, foi potencializada pela ação de intermediários financeiros com pouca experiência internacional e que eram precariamente controlados pelas autoridades monetárias.¹⁹ No meio da crise, revelou-se o forte desajuste patrimonial desses intermediários: 64% dos US\$ 20 bilhões captados especialmente com empréstimos externos eram de curto prazo, contra 85% de empréstimos concedidos, com ênfase em investidores domésticos, feitos com longos prazos de maturação. Completam o quadro o *boom* de investimento dos *chaebols* — os grandes conglomerados coreanos — e a manutenção de controles sobre empréstimos externos de longo prazo — o que teria sobreestimulado as operações de curto prazo.²⁰

¹⁶ Chang, Park e Yoo (1998) lembram que, no período de industrialização pesada, nas décadas de 70 e 80, os *chaebols* e os bancos coreanos simplesmente não tinham acesso a fontes de financiamento internacionais sem o aval do Estado.

¹⁷ Park e Rhee (1998) e Noland (1996).

¹⁸ Pela Tabela 5, percebe-se que a dívida de curto prazo (compromissos com vencimento em até 12 meses) chegava a dois terços da dívida total coreana em 1996. Chang, Park e Yoo (1998) lembram que, na crise da dívida do início dos anos 80, a relação entre dívida de curto prazo e dívida total era, em média, de 20% nos países em desenvolvimento (excluindo os da OPEP).

¹⁹ Este ponto já fora destacado pelo trabalho de Krugman (1998), sendo seguido por todas as demais análises convencionais. Cabe aqui ressaltar que, antes de 1993, existiam somente seis dessas instituições, denominadas de bancos mercantis (*merchant banking corporations*). Entre 1994 e 1996, 24 novas instituições desse tipo obtiveram licenças de funcionamento no bojo do programa de liberalização financeira do Governo Kim (CHANG, PARK, YOO 1998). Sobre a liberalização financeira na Coreia, ver, também, Park e Rhee (1998) e Noland (1996).

²⁰ Os empréstimos de longo prazo deveriam ser detalhados junto ao Ministério das Finanças e Economia, enquanto os empréstimos de curto prazo não enfrentavam essas exigências (CHANG, PARK, YOO 1998).

Tabela 4

Comparação percentual da lucratividade empresarial em alguns países selecionados — 1955-96

DISCRIMINAÇÃO	CORÉIA 1973-96	CORÉIA 1996	JAPÃO 1955-73
Receitas operacionais/faturamento	7,4	6,5	(1)7,2
Despesas financeiras/faturamento	5,5	5,8	3,4
Receitas ordinárias/faturamento	2,8	1,0	4,3
Empréstimos totais/ativos totais	...	47,7	...
Dívida/capital próprio	338,4	...	320,7
DISCRIMINAÇÃO	JAPÃO 1995	TAIWAN 1995	EUA 1995
Receitas operacionais/faturamento	3,3	7,3	7,7
Despesas financeiras/faturamento	1,3	2,2	...
Receitas ordinárias/faturamento	2,9	5,1	7,9
Empréstimos totais/ativos totais	34,8	26,2	26,4
Dívida/capital próprio	...	...	...

FONTE: CHANG, Há-Joon, PARK, Hong Jae, YOO, Chul Gyue (1998). Interpreting the Korean crisis: financial liberalisation... **Cambridge Journal of Economics**, v.22, n.6. (forthcoming; draft version), a partir de dados do *Bank of Korea* e *Japan Statistical Yearbook*.

- NOTA: 1. Receita Operacional é igual a Lucro Bruto menos Despesas Gerais e de Vendas.
2. Receita Ordinária é igual a Receita Operacional mais Receitas Não Operacionais.

(1) 1961-73.

Tabela 5

Endividamento externo em alguns países asiáticos selecionados — 1993-98

PAÍSES E INDICADORES	1993	1994	1995	1996	1997 (1)	1998 (2)
TAILÂNDIA						
Dívida externa (US\$ bilhões)	...	...	82,6	90,5	91,8	89,7
De curto prazo (US\$ bilhões)	...	...	41,1	37,6	29,9	22,8
Dívida externa (% do PIB)	41,7	45,3	49,1	49,9	59,6	72,5
INDONÉSIA						
Dívida externa (US\$ bilhões)	...	...	107,8	110,2	136,1	135,0
De curto prazo (US\$ bilhões)	...	...	9,5	13,4	18,8	...
Dívida externa (% do PIB)	58,9	55,9	53,3	48,5	64,5	162,7
CORÉIA						
Dívida externa (US\$ bilhões)	...	...	119,7	157,0	154,4	163,3
De curto prazo (US\$ bilhões)	...	...	78,7	100,0	68,4	39,6
Dívida externa (% do PIB)	13,3	14,7	26,4	22,9	34,9	51,5

FONTE: IMF Annual Report, 1997 e 1998.

(1) Alguns dados são preliminares. (2) Estimativas.

O ponto central da argumentação de Chang, Park e Yoo (1998) é de que a crise coreana deve ser entendida a partir do abandono das políticas de planejamento que coordenavam os investimentos industriais. Abandona-se a prática dos planos quinquenais e funde-se o Conselho de Planejamento Econômico com o Ministério das Finanças, formando-se o Ministério das Finanças e Economia — que passa a enfatizar a estabilidade monetária. Em 1986, a Lei de Desenvolvimento Industrial modificou as práticas de políticas específicas a setores selecionados, optando por políticas de caráter mais geral, como o incentivo ao desenvolvimento científico e tecnológico, qualificação do capital humano, etc. Porém preservou-se espaço para programas setoriais de racionalização — com prazos limitados de duração — que visavam evitar o excesso de

investimentos em setores “novos” ou a rápida depreciação dos capitais aplicados em setores com declínio competitivo. Na prática, manteve-se a possibilidade da fixação de incentivos setoriais, que foram largamente utilizados na automobilística, em bens de capital, construção naval, têxtil, mineração, dentre outros. Já em 1989, o setor petroquímico passou por uma experiência de formação excessiva de capital. O governo de Roh Tae Woo, que se tinha oposto à formulação prévia de políticas indicativas para o setor, foi obrigado a recuar, impondo uma cota compulsória de exportações para diminuir os impactos internos do excesso de produção. Nos anos 90, dois elementos teriam se conjugado para o abandono completo das políticas de coordenação dos investimentos: de um lado, o poder crescente dos *chaebols*, que não estariam mais dispostos a sofrer intervenções estatais em suas decisões de investimento; e, de outro, uma nítida virada ideológica do Governo Kim, materializada em uma rejeição a intervenções políticas sobre os mercados.

Ainda segundo esses autores, foi nesse momento que se instaurou um capitalismo de “camaradas”, nos termos apontados pela literatura convencional. O Governo Kim Young Sam teria passado a apoiar algumas empresas sob critérios duvidosos e, acima de tudo, fora de um contexto coerente de política industrial.²¹ No modelo tradicional de desenvolvimento liderado pelo Estado, os incentivos seriam generalizados a setores, e não a projetos e grupos que tivessem

²¹ “No setor siderúrgico, o governo Kim deu suporte ao que muitos, senão todos, consideraram um empreendimento superambicioso da Hanbo, um *chaebol* de tamanho médio, com uma trajetória duvidosa na indústria. Enfatadamente, a decisão não foi tomada como parte de uma política industrial coerente e mostrou-se particularmente estranha, posto que o governo tinha acabado de recusar o endosso à entrada da Hyundai no setor siderúrgico. Como se sabe, a Hanbo quebrou no começo de 1997 e foi, subsequentemente, revelado que, por trás do apoio governamental à Hanbo, existia corrupção envolvendo os até então mais próximos colaboradores do presidente e, provavelmente, seu filho, originando a primeira quebra de confiança externa na economia coreana (...). O Governo Kim também concedeu licença para a entrada da Samsung no já abarrotado setor automobilístico em 1993. O que é fascinante na estória dessa entrada é que ela desestabilizou o setor antes mesmo de produzir um carro — os carros da Samsung não entraram no mercado ainda em 1998. Com pouca força nos setores mecânicos relacionados e tendo localizado sua fábrica, de forma deliberada, na cidade natal do presidente — Pusan — a despeito do fato de que esta localização necessitaria de melhorias maciças, a aventura da Samsung parecia questionável desde o início.” (CHANG, PARK, YOO, 1998, p.12-13 — tradução do autor). Passou-se a pressionar a KIA, a terceira principal produtora de automóveis, que se encontrava em dificuldades financeiras. Pensava-se na sua incorporação pela Samsung, como forma de estabilizar o setor. Em resposta ao risco de **aquisição**, a KIA passou a diversificar seu *portfolio*, tendo uma experiência desastrosa no setor siderúrgico. Também ampliou seus investimentos na indústria automobilística, com resultados inadequados. Como resultado, o grupo entrou em processo de liquidação, ampliando o grau de desconfiança externa na economia coreana.

ligações mais próximas com os governos.²² As metas eram explícitas nos planos quinquenais, bem como os mecanismos de controle e “punição” (WORLD BANK, 1993).

Por outro lado, Chang, Park e Yoo (1998) procuram mostrar que não é verdade que o sistema de garantias de sustentação das posições dos investidores teria levado o setor privado a um padrão ineficiente na alocação de recursos. Para que isso fosse verdade, a lucratividade do setor produtivo coreano deveria ser muito inferior à verificada em outros países. Conforme se vê na Tabela 5, as estimativas dos autores apontam o contrário. A lucratividade empresarial coreana, quando medida pela relação entre as receitas operacionais e as vendas, está, do ponto de vista histórico e em período recente, nos níveis verificados nos EUA e no Japão. A taxa de lucratividade depois do pagamento de juros, medida pela relação entre receitas ordinárias e vendas, seria efetivamente inferior. Do ponto de vista do “modelo tradicional” de desenvolvimento liderado pelo Estado, essa renda apropriada pelo setor financeiro seria canalizada novamente para o setor industrial.

Um último ponto levantado por Chang, Park e Yoo (1998) vai ao cerne da crítica convencional ao modelo asiático de desenvolvimento para o caso coreano: em que pese ao debate sobre a eficiência dos *chaebols*, o fato de serem altamente alavancados (Tabela 4) implicaria um risco permanente de *default*. Porém, com o apoio governamental — é o argumento convencional —, ter-se-ia configurado uma espécie de capitalismo sem riscos. Ora, uma das grandes virtudes alocativas dos mercados, segundo a perspectiva neoclássica, é de que

²² “Sob o Governo Kim, pela primeira vez na história coreana pós-década de 60, ouviu-se os nomes de *chaebols* em particular, como a Samsung, afirmarem serem ‘próximos ao regime’. No velho regime, os *chaebols* eram preferencialmente tratados como grupo, mas raramente algum deles era tido como mais próximo ao Governo do que outros. No Governo Kim, houve uma transformação fundamental nas relações Estado-negócios na Coreia, o que significou que os principais setores industriais não estão mais tão isolados das trocas políticas corruptas como costumavam estar. A abolição do planejamento quinquenal e o sério enfraquecimento das políticas industriais setoriais jogaram um papel muito importante nesse processo. Com o abandono de critérios ‘racionalistas’ de intervenção bem documentados, provenientes dos planos quinquenais, e das políticas setoriais, torna-se agora muito mais fácil ‘submeter-se a regras’ por razões políticas. Isto significa o fim do relacionamento ‘generalista’ Estado-negócios, que caracterizou o modelo coreano, e a rápida emergência de relações particularistas (ou de ‘camaradagem’, para usar a expressão popular corrente), e mais importante, como temos visto, disseminou-se em setores industriais que, previamente, eram fortemente isolados da corrupção. **Nesse sentido, pode ser dito que, ao contrário do senso comum, foi sob o governo de Kim Young Sam que o genuíno ‘capitalismo de camaradagem’ nasceu na Coreia.** (grifo nosso)” (CHANG, PARK, YOO, 1998, p.14-15, *draft version* - mimeo)

os mecanismos de punição e recompensa seriam impessoais, de modo que o “mau” investimento seria efetivamente expurgado, mantendo-se somente os investimentos “corretos”. Para se afirmar que o modelo tradicional de desenvolvimento liderado pelo Estado teria criado um sistema de estímulo à ineficiência na alocação de recursos — enquanto padrão geral e não casos isolados —, dada a existência de *moral hazard*²³, ter-se-ia de provar que não existiriam mecanismos de punição a decisões erradas.

Chang, Park e Yoo (1998) mostram que esses mecanismos sempre estiveram presentes no caso coreano: (a) tomando o período mais recente, entre 1990 e 1996, três dos 30 maiores *chaebols* decretaram falência (Hanyang, Yoowon e Woosung); em 1997, foram mais sete (Kia, Hanbo, Sammi, Haitai, Jinro e Halla); (b) historicamente, por várias vezes, empresas pertencentes a um *chaebol* faliram e foram socorridas, porém o auxílio governamental vinha acompanhado da perda do controle da firma, que era repassada a outro *chaebol* ou a uma estatal, ou, alternativamente, eram impostos programas de reestruturação que limitavam a autonomia gerencial. Portanto, havia um risco explícito de perda de controle das empresas em caso de desempenho ineficiente, o que descaracterizaria a idéia de um sistema sem riscos, típico da argumentação que enfatiza o papel do *moral hazard*. Nunca é demais lembrar que o próprio Banco Mundial (WORLD BANK, 1993) admite várias vezes a eficiência dos mecanismos de estímulo-punição da intervenção estatal coreana. Além disso, se os *chaebols* efetivamente acreditavam que seriam socorridos pelo governo, não se teriam endividado tanto junto aos novos e pequenos “bancos mercantis”²⁴, instituições que, provavelmente, pouco iriam ser suportadas com dinheiro público.

Por outro lado, os demais países mais fortemente atingidos pela crise compartilham dois conjuntos de características comuns. Em primeiro lugar, ocupavam uma posição hierarquicamente inferior na divisão regional do trabalho, vale dizer, seu processo de industrialização e modernização produtiva foi posterior ao verificado no Japão e nos NICs I, e, mais do que isso, beneficiaram-se

²³ O *moral hazard* está associado ao risco de dano “moral” criado pela influência de mecanismos extramercados — como políticas de socorro financeiro — sobre as decisões privadas de alocação de recursos. Estas tenderiam a perder eficiência, na medida em que o cálculo da relação custo/benefício estaria, assim, “contaminado”. Os agentes poderiam negligenciar os riscos de suas operações por esperar algum tipo de apoio em caso de *default* (quebra).

²⁴ Chang, Park e Yoo (1998) mostram que houve uma queda na participação dos 30 maiores *chaebols* nos empréstimos bancários entre 1991 (19,5% era sua participação) e 1995 (13,9%). Como contraface, teria aumentado a busca de crédito nesses intermediários financeiros não bancários, os *merchant banks*. O Grupo Halla, que quebrou em 1997, possuía 50% de suas dívidas nessas instituições.

das ligações produtivas, comerciais e financeiras com estes últimos, especialmente a partir da segunda metade dos anos 80. Seu *drive* exportador explorava nichos de mercados em setores intensivos nos recursos em que eram relativamente melhor dotados dentro da região: mão-de-obra barata, recursos naturais, câmbio mais competitivo frente ao dólar e menores restrições à penetração nos mercados ocidentais. Mais recentemente, passou-se a questionar a possibilidade da continuidade de sua expansão no ritmo verificado na última década, dada a dificuldade em penetrar nos setores mais intensivos em tecnologia. Isso mostrava-se mais grave na medida em que a eficiência na utilização de políticas ativas de promoção do desenvolvimento não era a mesma da verificada em países como Japão, Coréia e Taiwan (Trade Develop. Rep., 1996, CUNHA, 1998).

Em segundo lugar, acelerou-se a liberalização econômica nos anos 90, especialmente nos mercados financeiros. A Tailândia, por exemplo, pretendia transformar a praça de Bangkok em um centro financeiro regional capaz de rivalizar-se com Cingapura e Hong Kong. Para tanto, criou-se uma série de facilidades fiscais e regulatórias para estimular as operações financeiras de agentes internacionais e locais. O estabelecimento do Bangkok International Banking Facility (BIBF) gerou, em 1993, um volume de operações de US\$ 8 bilhões. Em 1996, esse valor saltou para US\$ 50 bilhões, dos quais US\$ 30 bilhões representavam empréstimos externos a agentes locais (*out-in transactions*) e US\$ 20 bilhões de intermediação de recursos externos repassados para outros países via Bangkok (*out-out transactions*) (GLOBAL..., 1998).

A ampliação na entrada de recursos externos nessas economias (Tabela 1), como se argumentou anteriormente, não foi um caso isolado na Tailândia. Como aponta corretamente boa parte da literatura convencional, esse *boom* creditício tendeu a direcionar uma parcela significativa dos recursos para investimentos de eficiência duvidosa — especialmente em setores que já vinham experimentando problemas regionais e globais de excesso de capacidade (automobilística, eletrônica, etc.). Porém costuma-se negligenciar o fato de que as dificuldades de *upgrading* produtivo-tecnológico nos marcos da especificidade da integração econômica do Pacífico Asiático explica parte dessa ineficiência. E, mais ainda, que o crescimento da adoção de políticas econômicas mais liberalizantes reduziu a capacidade de coordenação dos respectivos Estados nacionais sobre as forças de mercado, potencializando essa aplicação inadequada dos recursos.

4 - Considerações finais: um caminho alternativo de pesquisa

Procurou-se argumentar que a crise asiática tem sido tratada pelos economistas ortodoxos como sendo uma crise eminentemente financeira, causada por decisões equivocadas de investimento por parte dos agentes privados — bancos e especuladores. A subestimação dos riscos, a superestimação das taxas de retorno dos investimentos nos mercados de ativos e o excesso de investimento em vários setores produtivos teriam sua origem no intervencionismo estatal: (a) que distorceu os sinais de preço e (b) que estabeleceu um ambiente onde havia garantias implícitas de sustentação das posições passivas dos agentes endividados, o que remeteria a um tipo de capitalismo de “compadrio/camaradagem” (*crony capitalism*). Da mesma forma, manifesta-se o caráter espúrio nas relações Estado e mercado e no padrão ineficiente de regulação dos mercados financeiros.

Em decorrência do anterior, o equacionamento da crise viria através de um “choque de mercado”, que substituisse as ineficientes instituições asiáticas por outras, mais próximas ao modelo anglo-saxônico, ou seja, (a) com uma regulamentação mais eficiente do sistema bancário; (b) a desregulamentação plena no mercado de capitais; (c) e a eliminação de entraves institucionais que limitavam a aquisição de ativos locais (financeiros e produtivos) por estrangeiros. Isso garantiria o fortalecimento do elo fraco dentro das economias asiáticas — o sistema financeiro — e a retomada do crescimento, a médio prazo, com a introdução de mecanismos mais eficientes de gestão privada.

Do ponto de vista da resposta política de curto prazo, a busca da estabilização cambial através de políticas monetária e fiscal contracionistas, defendidas pelo FMI, tornou-se um ponto de dissenso. Trabalhos como o do World Bank (GLOBAL..., 1998) e Radalet, Sachs (1998) argumentam que as restrições creditícias e o aprofundamento do quadro recessivo só tenderiam a dificultar o reequilíbrio nas posições ativas e passivas dos agentes endividados, deteriorando ainda mais a retomada do estado de confiança na recuperação da região. Ainda que não se tenha explorado esse ponto, a crise atual tem suscitado um debate em torno da necessidade de um reordenamento do sistema financeiro internacional. Crescentemente, admite-se que as dificuldades geradas por um processo acelerado de liberalização financeira nos mercados emergentes, em conjunto com a existência de imperfeições nos mercados financeiros — em especial, as assimetrias de informação — demandariam a necessidade de uma rediscussão sobre o papel das instituições que ordenam as relações econômicas internacionais.

Por outro lado, procurou-se evidenciar a possibilidade de se trabalhar a questão da crise asiática com um conjunto alternativo de hipóteses, que pretendem ampliar o escopo analítico sobre as suas origens e desdobramentos.

a) Inicialmente, seria importante a verificação do seguinte fato: o desmonte de mecanismos centrais do modelo asiático que geraram a fragilização dessas economias em um quadro internacional de aprofundamento da internacionalização capitalista, especialmente em sua dimensão financeira, teria poder explicativo sobre a atual crise? Verificou-se que, no caso coreano, a desregulamentação dos mercados financeiros, a sobrevalorização cambial e a perda de controle sobre as decisões privadas de investimento seriam alguns indicadores da introdução de um padrão mais liberal de intervenção estatal. Vale dizer: em sua dimensão estrutural, a crise estaria associada à ruptura de um certo padrão de desenvolvimento. Essa hipótese deverá ser aprofundada, não só com relação ao caso coreano, mas, também, com respeito aos demais países mais fortemente afetados. Aqui, deve-se partir da constatação de que os NICs II foram incapazes de reproduzir, com a mesma eficiência dos NICs I, as políticas de coordenação dos investimentos e controle do crédito, bem como a formação de burocracias de estado relativamente imunes às pressões políticas.²⁵ É importante destacar que a maior parte dos analistas apontam o fato de que nunca existiu um único “modelo asiático”. Ainda assim, argumentou-se que é necessário analisar a crise a partir de uma perspectiva regional. Os NICs II experimentaram um aprofundamento da liberalização dos mercados financeiros, que, como no caso coreano, dificultou a coordenação estatal das decisões privadas de investimento. Admitem-se, portanto, indícios de ineficiência dos mecanismos de mercado nessa coordenação.

b) Assim, uma hipótese auxiliar é a de que a fragilização dos países asiáticos decorre de desequilíbrios comerciais e financeiros do processo de integração econômica regional, aprofundado nos anos 80 e 90. A incapacidade do Japão em ser o principal mercado absorvedor da produção regional, além de sua posição de concorrente dos NICs I nos principais mercados ocidentais, a pressão concorrencial da China e a incapacidade dos NICs II em replicar eficientemente o *upgrading* produtivo e comercial dos NICs I explicam, em alguma medida, a fragilização externa verificada a partir de meados dos anos 90. Esses pontos foram trabalhados preliminarmente em Cunha (1998), mas também deverão ser objeto de análises mais rigorosas.

²⁵ Ver Cunha (1997), United Nations (Trade Develop. Rep., 1996) e World Bank (1993).

c) Do ponto de vista macroeconômico, a valorização forçada do iene frente ao dólar a partir de 1985 imprimiu a dinâmica recente de integração do PAD. Deve-se lembrar que a “queda suave” da moeda norte-americana foi um desdobramento necessário da política de reafirmação do dólar, ou seja, de sua valorização frente ao marco alemão e ao iene japonês na primeira metade dos anos 80. Por sua vez, a queda do iene, especialmente a partir de 1995, agravou os problemas externos dos NICs I e II. Portanto, a “política do dólar” importa, ainda mais se se considerar que grande parte dos NICs I e II mantiveram regimes cambiais relativamente rígidos, com ancoragem no dólar. Além disso, há que se considerar o efeito da queda dos preços internacionais dos produtos eletrônicos, dentre outros, que afetaram negativamente a pauta de exportações dos países da região.

O estudo mais aprofundado dessas hipóteses torna-se crucial na medida em que um dos resultados da recente crise tem sido a ampliação da crítica a qualquer tipo de intervenção política sobre os mercados. Esse é um tema central na problemática do desenvolvimento em países da periferia capitalista. Não se pode esquecer que os NICs asiáticos promoveram, nas últimas décadas, o processo mais bem-sucedido de *upgrading* produtivo-tecnológico e comercial entre os países em desenvolvimento, o que esteve associado a uma incontestável melhoria de seus indicadores sociais. Os problemas derivados da necessidade de implantar, simultaneamente, vários setores industriais, modernizá-los e mantê-los competitivos internacionalmente, da ineficiência dos mercados de capitais e das recorrentes crises de balanço de pagamentos foram equacionados com a condução eficiente de um conjunto de políticas que intervieram ativamente sobre os preços correntes de mercado, portanto, direcionadas à industrialização acelerada a partir de prioridades definidas no âmbito das políticas de Estado.

Associar essas políticas à crise atual é uma forma de reafirmar a existência de um padrão único de desenvolvimento, não à toa, característico da experiência **recente** dos países ocidentais industrializados ou, mais especificamente, dos EUA. Em outras palavras, procura-se retirar a legitimidade de saídas alternativas ao modelo *market friendly* de intervenções limitadas nas forças de mercado. Por isso mesmo, o presente trabalho procurou destacar os **elementos comuns** às várias leituras convencionais sobre a crise asiática no que se refere à ênfase na crítica às políticas públicas ativas que caracterizaram, em maior ou menor grau, as estratégias de desenvolvimento dos países asiáticos.

Bibliografia

- AKYÜZ, Yilmaz. (1998). **The east asian financial crisis: back to the future?** Geneve : UNCTAD. (<http://www.unicc.org/unctad/en/pressref/prasia98>).
- ANNUAL REPORT, 68. (1998). Basileia : Bank For International Settlements.
- CAMDESSUS, Michael. (1998). **The IMF and its programs in asia**, council on foreign relations. [online] Disponível na Internet via <http://www.imf.org/external/np/speeches/1998/020698.HTM>. New York, 6 feb.
- CANUTO, Otaviano (1994). **Brasil e Coréia do Sul: os (des)caminhos da industrialização tardia**. São Paulo : Nobel.
- CHANG, Ha-Joon., PARK, Hong Jae, YOO, Chul. Gyue. (1998). Interpreting the korean crisis: financial liberalisation, industrial policy, and corporate governance. **Cambridge Journal of Economics**, v.22, n.6, jun. (forthcoming; draft version).
- CORSETTI, G., PESSETI, P., ROUBINI, N. (1998). Paper tigers? a preliminary assessment of the asian crisis. In: SEMINAR ON MACROECONOMICS (ISOM), Lisboa. **[Anais...]**. Lisboa : NBER-Bank of Portugal. (mimeo).
- CUNHA, André Moreira. (1997). O milagre asiático: avanços e recuos na explicação ortodoxa. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v.18, n.2, p. 290-325.
- CUNHA, André Moreira. (1998). O pacífico asiático: da integração econômica dos anos 80 e 90 à crise financeira. **Economia e Tecnologia**, Campinas : IEES. v.1, n.2, p.4-22, abr./jun.
- DYMSKI, Gary (1998). **'Bubble economy' and financial crisis in east Asia and California**: a spatialized minsky perspective. Riverside : University of California/ Department of Economy. (mimeo).
- FISCHER, Stanley (1998). **The asian crises**: a view from IMF. Washington, DC : Midwinter Conference of the Banker's Association for Foreign Trade. (<http://www.imf.org/external/np/speeches/1998/012298.HTM>).
- GLOBAL Economic Prospects 1998 (1998). [online] Disponível na Internet via <http://www.worldbank.org>.
- INDUSTRIAL DEVELOPMENT: Global Report 1997 (1997). Oxford : Oxford University/ UNIDO, Financing Industrial Development.
- INTERNATIONAL capital markets: developments, prospects and key issues (1998). Washington DC : International Monetary Fund.

- ISLAM, A (1998). The dynamics of asian economic crisis and selected policy implications. In: EXPERT GROUP MEETING. **What have we learned one year into the financial crisis in emerging- market economies?** New York : United Nations.
- KAMINSKY, Graciela, L., REINHART, Carmen M. (1998). **Twin crises:** the causes of banking and balance of payments problems. Disponível na Internet via <http://www.imf.org>. (mimeo).
- KAMINSKY, Graciela, L., LIZONDO, S., REINHART, Carmen M. (1998). **Leading indicators of currency crisis.** Washington, DC. : IMF. (mimeo).
- KRUGMAN, Paul. (1994). The myth of asian's miracle. **Foreign Affairs**, v.73, p.62-78, nov./dec.
- KRUGMAN, Paul. (1998). **What Happened to Asia?** [online] Disponível na Internet via <http://web.mit.edu/www/DISINTER.html>.
- MADDISON, Angus (1995). **Monitoring the world economy, 1820-1922.** Paris : OCDE.
- NOLAND, Marcus. (1996). Restructuring Korea's financial sector for greater competitiveness. In: APEC Working Paper, 96-14. [online] Disponível na Internet via <http://www.iie.com/9614htm>.
- PARK, D., RHEE, C. (1998) . **Currency crisis in Korea: could it have been avoided?** (mimeo).
- RADALET, Steven, SACHS, Jeffrey D. (1998). **The onset of the east asian financial crisis.** [online] Disponível na Internet via <http://nberws.nber.org/papers/W6680>.
- RELATÓRIO SOBRE O DESENVOLVIMENTO MUNDIAL: o desafio do desenvolvimento. (1991). Rio de Janeiro : Fundação Getúlio Vargas/ Banco Mundial.
- SAREL, Michael. (1997). Growth in east Asia: what we can and what we cannot infer. In: IMF Economic Issues, n.1 [online] Disponível na Internet via <http://imf.org/external/pubs/ft/issues/index.htm>.
- STIGLITZ, Joseph E.(1996) Some lessons from the east asian miracle. **The World Bank Research Observer**, v.11, n.2, aug., p.151-177.
- THAILAND: The Road to Sustained Growth (1996). **Occasional Paper**, Washington : IMF, n.146.
- TRADE AND DEVELOPMENT REPORT, 1993 (1993). Genebra : United Nations/ UNCTAD.

TRADE AND DEVELOPMENT REPORT, 1994 (1994). Genebra : United Nations/ /UNCTAD.

TRADE AND DEVELOPMENT REPORT, 1996 (1996). Genebra : United Nations/ /UNCTAD.

WADE, R., VENEROSOS, F. (1998). The asian crisis: the high debt model versus the Wall Street-Treasury-IMF complex. **New Left Review**, London : New Left Review, n.228, may/apr., p.3-23.

WORLD BANK (1993). **The east asian miracle**: economic growth and public policy. New York : Oxford University.

WORLD ECONOMIC OUTLOOK (1997). Washington DC : International Monetary Fund, oct.

WORLD ECONOMIC OUTLOOK (1998a). Washington DC : International Monetary Fund, may.

WORLD ECONOMIC OUTLOOK (1998b). Washington DC : International Monetary Fund, oct.

YOUNG, A. (1994). Tyranny of numbers: confronting the statistical realities of the east asian growth experience. NBER Working Paper, n.4680, mar.

Abstract

Conventional wisdom has emphasized that the Asian crisis was caused by a given pattern of political intervention in the market forces, where the State provided implicit guaranties over investments private decisions, leading to reckless behavior in the allocation of the resources — the named crony capitalism. We suggest that, on contrary, explanations of the crisis have to be found in the break up of the developmental coordination of the States, especially after the deepening of the financial liberalization in the 90's.