

Liberalização econômica, crise financeira e reformas estruturais: a experiência asiática sob a perspectiva latino-americana*

André Moreira Cunha**

Professor Adjunto do Departamento de Economia e do Programa de Pós-Graduação em Economia da UFRGS e Pesquisador do Núcleo de Estratégia e Relações Internacionais do Instituto Latino-Americano de Estudos Avançados (ILEA-UFRGS).

Resumo

Este texto explora as origens e as consequências da crise financeira asiática. Depois de décadas de crescimento sustentável com estabilidade macroeconômica, a crise repentina originou uma onda de reformas estruturais. A sabedoria convencional tem enfatizado que a crise foi causada por um certo padrão de intervenções políticas nas forças de mercado, onde o Estado provia garantias implícitas ao setor privado, induzindo a um comportamento descuidado na alocação de recursos. Sugerimos, ao contrário, que as explicações da crise têm de ser encontradas na quebra da coordenação estatal desenvolvimentista, especialmente depois do aprofundamento da liberalização financeira nos anos 90.

* Versão resumida do texto preparado para o Encuentro de Estudios Coreanos en América Latina, evento promovido pelo Instituto de Investigaciones Gino Germani (Universidad de Buenos Aires) e pela Korea Foundation. As opiniões aqui expressas são de inteira responsabilidade do autor, não refletindo, necessariamente, a visão das entidades promotoras desse evento.

** O autor agradece à bolsista de iniciação científica do Propesq-UFRGS Stefânia Grezzana Corrêa pelo trabalho de assistência de pesquisa. As citações em língua estrangeira foram traduzidas pelo autor.

E-mail: amcunha@hotmail.com
andre.cunha@ufrgs.br

Palavras-chave

Economias asiáticas; crises financeiras; liberalização financeira.

Abstract

This paper explores the origins and consequences of the Asian financial crisis. After decades of sustained growth with macroeconomic stability, the sudden meltdown produced a wave of structural reforms. Conventional wisdom has emphasized that the crisis was caused by a given pattern of political intervention in the market forces, where the State provided implicit guaranties to the private sector, leading to reckless behavior in resource allocation. On the contrary, we suggest that explanations of the crisis have to be found in the break up of the developmental state coordination, especially after the deepening of the financial liberalization in the 90's.

Key words

Asian economies; financial crises; financial liberalization.

Classificação JEL: F4.

Artigo recebido em 16 abr. 2004.

1 - Introdução

Em 1997, a crise asiática atingiu países que, até então, apresentavam um histórico de relativa estabilidade macroeconômica e alto crescimento, em uma trajetória sustentada que já durava cerca de três décadas. Entre 1965 e 1999, a renda *per capita* cresceu, em média, 5,6% a.a. nas economias asiáticas contra 1,4% a.a. na América Latina, 2,4% a.a. nos países de alta renda e 1,6% a.a. na economia mundial. Dentre as economias asiáticas, as mais dinâmicas foram Coréia, Cingapura e China, com taxas acima de 6%. Aquele crescimento foi sustentado por uma expansão anual média dos investimentos e das exporta-

ções da ordem de 10%. Para se colocar em perspectiva, esses dados para as economias latinas foram de, respectivamente, 2% e 6%.¹

A crise levou a uma inédita contração da produção e do emprego (Tabela 1), e o fechamento de empresas e de bancos espremidos sob o peso de dívidas insustentáveis (Tabela 2), gerou tensão econômica e instabilidade no tecido social. A crise expôs a fragilidade da estratégia de liberalização financeira dos anos 90. A maioria dos países da região reduziu os mecanismos de controle dos movimentos de entrada e saída de capitais. Facilitou-se e, em muitos casos, incentivou-se a troca do *funding* doméstico pelo externo. O *boom* de investimentos reais e nos mercados de capitais foi alimentado pela poupança externa, mesmo que os níveis de poupança interna excedessem a casa dos 30% do PIB. A ausência de uma estrutura eficiente de regulação dos mercados financeiros e a disseminação de políticas de recorte liberal, em uma orientação oposta às políticas desenvolvimentistas do passado recente, contribuíram para a criação de um ambiente institucional inadequado. Desde então, as economias mais atingidas pela crise (EACs) — Malásia, Indonésia, Filipinas, Tailândia e Coreia do Sul — e outros países da região passaram por profundas reformas estruturais, muitas ainda em curso.

Este artigo procura sintetizar os esforços recentes de pesquisa do autor sobre o processo de desenvolvimento, crise e recuperação das economias asiáticas.² Aqui são destacados os efeitos das estratégias recentes de liberalização econômica, especialmente no plano financeiro, bem como as políticas de reestruturação institucional e produtiva posteriores à crise. Enfatiza-se o caso da Coreia do Sul, a economia mais desenvolvida dentre as atingidas pela crise. O autor alinha-se na perspectiva daqueles analistas que consideram que a crise asiática foi o resultado da interação de fragilidades domésticas com disfunções no funcionamento dos mercados financeiros globalizados e desregulamentados. Além desta **Introdução**, os argumentos estão estruturados da seguinte forma: (a) inicialmente, são analisadas as principais causas da crise financeira de 1997-98; (b) após, são exploradas algumas de suas consequências; (c) a seguir, enfatizam-se elementos específicos da experiência coreana, bem como a visão da economia política da crise; (d) à guisa de conclusão, são enumerados alguns pontos importantes para um programa de pesquisa voltado à compreensão da evolução recente das economias da região à luz de preocupações associadas ao desenvolvimento econômico e social da América Latina em geral e do Brasil em particular.

¹ Estimativas do autor com base nos dados do **World Development Indicators, 2001**, do Banco Mundial.

² Ver Cunha (1997; 1998; 1999; 2000; 2001; 2004) e Cunha e Prates (2003).

Tabela 1

Indicadores selecionados das economias asiáticas em crise — 1991-02

a) Indonésia

DISCRIMINAÇÃO	1991-95	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Atividade e preços								
PIB real (% a.a.)	7,9	7,8	4,7	-13,1	0,8	4,9	3,4	3,7
Inflação (IPC, % a.a.)	8,9	8,0	6,2	58,1	20,7	3,8	11,5	11,9
Desemprego (%)	3,9	4,9	4,7	5,5	6,4	6,1	8,1	9,1
Setor externo								
Exportações de bens e serviços ($\Delta\%$ a.a., em valores constantes)	8,8	7,6	7,8	11,2	-31,8	26,5	1,9	-1,2
Importações de bens e serviços ($\Delta\%$ a.a., em valores constantes)	20,6	6,9	14,7	-5,3	-40,7	25,9	8,1	-8,3
Saldo em conta corrente (% do PIB)	-2,3	-3,4	-2,2	4,3	4,1	5,3	4,9	4,3
Taxa de câmbio								
Taxa real e efetiva de câmbio ($\Delta\%$ a.a.)	1,6	9,6	-4,5	-49,6	41,6	-5,7	-1,2	22,8
Dívida externa e reservas cambiais								
Dívida de curto prazo/dívida total (%)	19,5	33,9	32,7	23,4	18,1	20,6	26,2	...
Dívida de curto prazo/reservas (%)	161,0	205,9	231,1	119,1	80,6	80,0	69,9	...
Dívida externa (% do PIB)	56,7	48,4	52,1	120,2	83,5	73,2	51,4	...
Reservas (exclusive ouro) em meses de importações	4,5	5,1	4,8	10,0	13,1	10,2	10,6	11,9
Finanças públicas								
Balanço do Governo (% do PIB)	1,3	1,2	-0,7	-2,9	-1,1	-1,2	-3,8	-1,8
Dívida pública (% do PIB)	36,2	25,8	25,7	74,4	57,3	53,0	51,9	43,0

Tabela 1

Indicadores selecionados das economias asiáticas em crise — 1991-02

b) Coréia

DISCRIMINAÇÃO	1991-95	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Atividade e preços								
PIB real (% a.a.)	7,5	6,8	5,0	-6,7	10,9	9,3	3,1	6,3
Inflação (IPC, % a.a.)	6,2	4,9	4,4	7,5	0,8	2,3	4,3	2,8
Desemprego (%)	2,4	2,0	2,6	6,8	6,3	4,1	3,7	3,0
Setor externo								
Exportações de bens e serviços (Δ % a.a., em valores constantes)	14,9	11,2	21,4	14,1	15,8	20,5	0,7	14,9
Importações de bens e serviços (Δ % a.a., em valores constantes)	14,9	14,2	3,2	-22,1	28,8	20,0	-3,0	16,4
Saldo em conta corrente (% do PIB).....	-1,3	-4,4	-1,7	12,6	6,0	2,7	1,9	1,3
Taxa de câmbio								
Taxa real e efetiva de câmbio (Δ % a.a.)	-1,6	4,5	-4,0	-17,2	9,3	3,6	-2,7	7,0
Dívida externa e reservas cambiais								
Dívida de curto prazo/dívida total (%)	45,8	52,2	41,6	29,1	34,2	34,9	40,4	...
Dívida de curto prazo/reservas (%).....	222,5	225,2	326,7	80,6	60,4	44,3	41,3	...
Dívida externa (% do PIB)	6,1	27,4	33,3	44,8	32,1	26,5	24,5	...
Reservas (exclusive ouro) em meses de importações	2,7	2,7	1,7	6,7	7,4	7,2	8,7	9,6
Finanças públicas								
Balanço do Governo (% do PIB)	0,3	0,3	-1,5	-4,2	-2,7	1,3	1,3	3,8
Dívida pública (% do PIB)	8,3	6,2	11,1	16,1	18,6	19,3	20,5	21,2

Tabela 1

Indicadores selecionados das economias asiáticas em crise — 1991-02

c) Filipinas

DISCRIMINAÇÃO	1991-95	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Atividade e preços								
PIB real (% a.a.)	2,2	5,8	5,2	-0,6	3,4	6,0	3,0	4,4
Inflação (IPC, % a.a.)	10,1	9,0	5,9	9,8	6,6	4,3	6,1	3,1
Desemprego (%)	8,7	7,4	7,9	9,6	9,6	10,1	9,8	10,2
Setor externo								
Exportações de bens e serviços ($\Delta\%$ a.a., em valores constantes)	9,7	15,4	17,2	-21,0	3,6	17,0	-3,4	3,6
Importações de bens e serviços ($\Delta\%$ a.a., em valores constantes)	12,2	16,7	13,5	-14,7	-2,8	4,3	3,5	4,7
Saldo em contacorrente (% do PIB)	-3,6	-4,8	-5,3	2,4	9,2	8,4	1,8	5,4
Taxa de câmbio								
Taxa real e efetiva de câmbio ($\Delta\%$ a.a.)	23,0	10,4	0,6	-15,4	7,2	-9,7	-3,1	2,6
Dívida externa e reservas cambiais								
Dívida de curto prazo/dívida total (%)	14,7	21,8	29,4	23,2	17,3	17,0	22,5	...
Dívida de curto prazo/reservas (%)	99,1	90,5	185,6	116,8	70,8	67,6	70,0	...
Dívida externa (% do PIB)	58,8	50,3	55,9	71,2	71,2	69,4	58,1	...
Reservas (exclusive ouro) em meses de importações	3,1	3,7	2,4	3,7	5,2	4,5	4,9	4,5
Finanças públicas								
Balanço do Governo (% do PIB)	-0,6	0,3	0,1	-1,9	-3,8	-4,1	-4,0	-5,2
Dívida pública (% do PIB)	57,4	53,2	55,7	56,1	59,6	65,5	64,9	70,0

Tabela 1

Indicadores selecionados das economias asiáticas em crise — 1991-02

d) Tailândia

DISCRIMINAÇÃO	1991-95	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Atividade e preços								
PIB real (% a.a.)	9,1	5,9	-1,4	-10,5	4,4	4,6	1,9	5,3
Inflação (IPC, % a.a.)	4,8	5,8	5,6	8,1	0,3	1,6	1,7	0,6
Desemprego (%)	1,6	1,1	0,9	4,4	4,2	3,6	3,3	2,4
Setor externo								
Exportações de bens e serviços ($\Delta\%$ a.a., em valores constantes)	14,9	-5,5	7,2	8,2	9,0	17,5	-4,1	10,9
Importações de bens e serviços ($\Delta\%$ a.a., em valores constantes)	17,2	-0,6	-11,3	-21,6	10,5	27,3	-5,5	11,3
Saldo em conta corrente (% do PIB)	-6,4	-7,9	-2,0	12,7	10,2	7,6	5,4	6,1
Taxa de câmbio								
Taxa real e efetiva de câmbio ($\Delta\%$ a.a.)	2,3	9,2	-6,3	-12,1	3,9	-7,1	-1,8	5,1
Dívida externa e reservas cambiais								
Dívida de curto prazo/dívida total (%)	41,0	40,6	39,6	32,5	22,8	13,9	31,7	...
Dívida de curto prazo/reservas (%)	88,7	131,2	162,3	94,0	49,9	44,0	39,5	...
Dívida externa (% do PIB)	42,4	67,0	68,2	73,9	60,8	82,7	35,0	...
Reservas (exclusive ouro) em meses de importações	6,2	6,4	5,1	8,5	8,6	6,2	6,4	7,2
Finanças públicas								
Balanço do Governo (% do PIB)	2,5	0,9	-1,5	-2,8	-3,3	-2,2	-2,4	-1,4
Dívida pública (% do PIB)	8,6	3,8	6,9	15,0	21,4	23,5	24,8	31,1

Tabela 1

Indicadores selecionados das economias asiáticas em crise — 1991-02

e) Malásia

DISCRIMINAÇÃO	1991-95	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Atividade e preços								
PIB real (% a.a.)	9,5	10,0	7,3	-7,4	6,1	8,5	0,3	4,1
Inflação (IPC, % a.a.)	4,3	3,5	2,7	5,3	2,7	1,4	1,4	1,8
Desemprego (%)	3,3	2,5	2,6	3,2	3,4	3,1	3,7	3,5
Setor externo								
Exportações de bens e serviços ($\Delta\%$ a.a., em valores constantes)	15,7	15,4	5,0	0,9	13,2	16,1	-7,5	3,6
Importações de bens e serviços ($\Delta\%$ a.a., em valores constantes)	19,3	16,7	5,8	-18,8	10,6	24,4	-8,6	6,2
Saldo em conta corrente (% do PIB)	-6,5	-4,8	-5,2	13,5	15,9	9,1	8,3	7,8
Taxa de câmbio								
Taxa real e efetiva de câmbio ($\Delta\%$ a.a.)	10,6	6,5	-0,9	-17,7	1,0	-1,7	7,8	2,5
Dívida externa e reservas cambiais								
Dívida de curto prazo/dívida total (%)	19,7	35,9	40,0	30,3	24,7	24,7	28,6	...
Dívida de curto prazo/reservas (%)	23,7	49,4	80,7	42,7	28,7	29,8	31,5	...
Dívida externa (% do PIB)	39,5	36,8	41,5	49,8	45,0	39,6	38,2	...
Reservas (exclusive ouro) em meses de importações	4,9	4,1	3,2	5,3	5,6	4,3	5,0	5,1
Finanças públicas								
Balanço do Governo (% do PIB)	0,1	0,7	2,4	-1,8	-3,2	-5,8	-5,5	-5,6
Dívida pública (% do PIB)	59,0	35,3	31,9	36,4	37,3	36,7	43,6	45,7

FONTE DOS DADOS BRUTOS: WORLD BANK. **World Development Indicators 2001**. Washington, DC: World Bank, 2001c.BERG, Andrew. **The asian crisis**: causes, policy responses, and outcomes. Washington DC: International Monetary Fund, 1999. (IMF Working Paper, n. 138). ARIC Database - www.aric.adb.org

Tabela 2

Indicadores de vulnerabilidade das EACs no período pré-crise

DISCRIMINAÇÃO	INDONÉSIA	CORÉIA	MALÁSIA	FILIPINAS	TAILÂNDIA
INDICADOS GLOBAIS					
Dívida interna/PIB — média 1992-96 (%)	50,0	59,0	82,0	31,0	87,0
Expansão do crédito doméstico — 1992-96 (%)	12,0	15,0	38,0	138,0	37,0
ICOR (1)					
1987-92	4,0	4,0	4,0	6,0	3,0
1993-96	4,0	5,0	5,0	6,0	5,0
INDICADORES EXTERNOS					
Dívida de curto prazo/reservas (%)	188,9	217,0	45,3	84,9	121,5
M2/reservas (%)	614,8	665,4	364,8	465,6	380,5
Sobrevalorização da taxa real de câmbio — 1996-97					
Chinn (1998)	-5,5	-9,1	7,9	19,1	7,0
Goldstein (1998)	4,2	-7,6	9,3	11,9	6,7
Tornell (1998)	6,8	4,6	4,5	15,7	5,5
Berg & Portillo (1998)	9,6	11,5	9,0	19,2	9,0
Exportações (taxa % de crescimento em US\$)	9,1	-2,8	0,9	15,9	-4,5
SISTEMA BANCÁRIO					
Empréstimos em atraso e liquidação (% do total)					
Estimativas para o período do imediato pré-crise					
Oficiais (1996)	8,8	0,8	3,9	...	7,7
Alternativas	12,9	8,4	9,9	14,0	13,3
Pico de empréstimos em atraso e liquidação em 1998					
Estimativa da J. P. Morgan	30,0-35,0	25,0-30,0	15,0-25,0	8,0-10,0	25,0-30,0
Estimativa da Standard & Poors	> 40,0	25,0-30,0	20,0	...	35,0-40,0
Custos de recapitalização (% do PIB)					
Estimativa da J. P. Morgan	19,0	30,0	20,0	0,0	30,0
Estimativa da Standard & Poors	> 20,0	> 20,0	18,0	...	34,0
Custos fiscais da recapitalização (% do PIB)					
Cenário otimista	5,9	7,2	10,6	0,9	8,0
Cenário básico	11,6	15,7	18,1	0,9	15,1
Cenário pessimista	16,8	31,7	31,4	2,8	30,0

(continua)

Tabela 2

Indicadores de vulnerabilidade das EACs no período pré-crise

DISCRIMINAÇÃO	INDONÉSIA	CORÉIA	MALÁSIA	FILIPINAS	TAILÂNDIA
CORPORAÇÕES					
Relação capital de terceiros/capital próprio (%)					
1991	190,0	480,0	90,0	160,0	170,0
1996	200,0	640,0	200,0	170,0	340,0
1991	194,0	322,0	61,0	83,0	201,0
1996	188,0	355,0	118,0	129,0	236,0
Lucratividade (retorno sobre os ativos, %)					
1991	6,3	2,0	4,8	7,0	8,0
1996	4,7	0,4	6,0	4,7	1,0
1991	13,7	7,2	9,9	23,2	16,9
1996	11,2	-1,0	9,5	16,5	11,5
Média1988-96	13,0	9,2	9,2	17,2	14,7

FONTE: BERG, Andrew. **The asian crisis**: causes, policy responses and outcomes. Washington, DC: International Monetary Fund, 1999. (IMF Working Paper, n. 138).

CLAESSENS, Stijn; DJANKOV, Simeon; LANG, Larry. **East asian corporates**: growth financing and risks over the last decade. Washington, DC: World Bank, 1999. (mimeo).

NOTA: Quando não estiver indicada a data, o indicador refere-se ao período imediatamente anterior à crise.

(1) ICOR = $(I/Y)/y$, onde: I é o investimento agregado; Y é o PIB; e y é a taxa de crescimento do PIB.

2 - A crise asiática: o fim do “milagre” ou os efeitos do “novo modelo”?

Com o processo de liberalização financeira da década de 90, as economias asiáticas foram capturadas pelo ciclo de expansão na liquidez internacional e pelo aumento do “apetite por correr risco” dos investidores dos países centrais. Com isso, os anos que antecederam a crise testemunharam um aumento expressivo na entrada autônoma de capitais privados, o que permitiu um ciclo de expansão de investimentos tanto reais quanto financeiros. Estes geraram um aumento nas posições passivas dos agentes domésticos. Entre 1994 e 1996, os países asiáticos mais atingidos pela crise (Malásia, Indonésia, Tailândia, Filipinas e Coréia do Sul) receberam, em média, um quarto do total

dos capitais que se direcionaram para os mercados emergentes. Por outro lado, após o *boom* veio o *bust*. Com a crise, verificou-se uma contração nos fluxos de capitais da ordem de US\$ 83 bilhões para aqueles cinco países, equivalendo a quase 8% do seu PIB conjunto ou, ainda, a uma perda de reservas cambiais de 4% do seu PIB.

As análises que se seguiram à crise destacavam que os regimes cambiais rígidos, com as moedas nacionais atreladas ao dólar e a apreciação da moeda norte-americana frente ao iene, estimularam a tomada de empréstimos em divisas — em sua grande maioria, de curto prazo de maturação. Ampliava-se, assim, a exposição de empresas e de instituições financeiras ao risco cambial. Por outro lado, as rendas de exportação ficaram comprometidas não só pela apreciação das moedas locais frente ao dólar, como também pela queda nos preços de alguns produtos com forte participação nas pautas de exportação dos países da região, especialmente os eletrônicos — Tabelas 1 e 2 (IMF, 1998a; 1998b; Cunha, 2001).

O *boom* creditício esteve associado a — aumento excessivo dos investimentos tanto em setores da indústria — química, eletrônica, automobilística, etc. — quanto nos mercados de ativos reais (imóveis) e de capitais. Com isso, verificou-se uma queda generalizada de rentabilidade.³ Além disso, a fragilização das contas externas, manifesta em elevados déficits em conta corrente com relação ao PIB, contribuiu não somente para aprofundar a dependência dos influxos de capitais, como também alimentou o efeito-contágio. Ou seja, do ponto de vista dos investidores internacionais, os mercados emergentes que compartilhavam desse conjunto de fragilidades, ainda que em níveis diferenciados, eram percebidos como igualmente arriscados. Por fim, apontou-se que os desequilíbrios comerciais dos países da região com o Japão teriam poder explicativo na crise (Corsetti; Pesseti; Roubini, 1998; 2000; Miranda, 1998; Dymski, 1998).

Além dos elementos conjunturais, a crise evidenciou uma série de fragilidades estruturais, especialmente no que se refere à incompatibilidade entre o padrão de regulação dos sistemas financeiros e a crescente internacionalização dos mercados de capitais locais, após o movimento de liberalização dos anos 90. O gerenciamento inadequado, fracos mecanismos de controle dos riscos,

³ Dos pontos de vista microeconômico e da eficiência global dos investimentos, medido pela *incremental capital-output ratio* (ICOR), que relaciona o nível agregado de investimentos com relação ao PIB e ao ritmo de crescimento deste, quanto maior essa taxa, maior o volume de investimento necessário para o crescimento da renda e, assim, menor a eficiência do investimento (Pomerleano, 1998; World Bank, 1998a; 2000b; Cunha, 2001).

supervisão insuficiente de instituições financeiras e não financeiras, falta de transparência e precisão nas informações contábeis e 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 (IMF, 1998a; 1998b; Corsetti; Pesseti; Roubini, 1998).

Com o tempo, foram se consolidando dois tipos de interpretações sobre a crise asiática. Um primeiro grupo buscaria suas origens em “deficiências nos fundamentos”, derivadas da interação entre sistemas financeiros frágeis e ampliação na entrada de capitais. O excesso de investimentos, especialmente em projetos de retorno duvidoso, teria sido potencializado por problemas do risco moral associado ao padrão de intervenção do Estado — como nos trabalhos de Krugman (1998), IMF (1998a, 1998b e 1998c), Corsetti, Pesseti e Roubini (1998; 2000), dentre outros. Já um segundo grupo, mesmo reconhecendo a existência de problemas estruturais e macroeconômicos, enfatizaria a dimensão de pânico financeiro que teria detonado uma típica “corrida bancária” em países solventes, no longo prazo (Furman; Stiglitz, 1998; Radalet; Sachs, 1998a; Stiglitz, 2002). Os problemas de liquidez corrente, expressos na elevação do coeficiente entre dívida de curto prazo e reservas (Tabelas 1 e 2), estimulariam os credores a realizarem suas posições com medo de um futuro inadimplemento, o que tornou a crise uma profecia auto-realizável. Por essa abordagem, o reescalonamento negociado das dívidas, especialmente as de curto prazo de maturação, seria a política mais correta, e não os ajustes contracionistas com reformas estruturais derivados do primeiro conjunto de explicações e enfatizados pelos programas de apoio do FMI.

Com diferentes ênfases, as análises sobre o caso asiático apontaram que as fragilidades das instituições financeiras e não financeiras locais, bem como da regulação pública, contribuíram para a eclosão da crise. A ajuda financeira dos órgãos multilaterais veio acompanhada de condicionalidades associadas à implementação de reformas estruturais nos sistemas financeiros e nas corporações. Isto porque o diagnóstico do FMI colocou as fragilidades nos sistemas financeiro e corporativo no centro explicativo da crise, junto com os desequilíbrios macroeconômicos, a rigidez do regime cambial e as condições externas adversas.

Em um ambiente de abertura financeira, *boom* creditício — alimentado pela entrada de capitais — e regulação insuficiente, a mudança súbita na avaliação prospectiva dos credores com respeito à solidez do *bath* e à solvência da economia tailandesa precipitou a crise, que contagiou as economias da região. O pacote de auxílio do FMI à Indonésia, à Coreia e à Tailândia envolveu o aporte de US\$ 35 bilhões do Fundo e US\$ 85 bilhões de fontes multilaterais e bilaterais. A ênfase inicial das políticas macroeconômicas foi a estabilização cambial, o

que levou a um forte aperto fiscal e monetário. Introduziu-se, de forma inédita na magnitude, um amplo pacote de reformas estruturais para os setores financeiro e não financeiro, que envolviam, dentre outras coisas: (a) o fechamento de instituições financeiras (IFs) insolventes; (b) a recapitalização de IFs viáveis; (c) a supervisão estreita das autoridades monetárias (AMs) sobre as IFs fragilizadas; (d) o aprimoramento dos sistemas de supervisão e de regulação financeira; (e) a reestruturação das dívidas corporativas; (f) a ampliação da transparência nos setores financeiro, corporativo e governamental; (g) a ampliação da eficiência de mercado e da competição; e (h) a criação de redes de proteção social (IMF, 2000a; Boorman, 2000; Krueger, 2000; Fischer, 2001; Goldstein, 2000b).

Nas décadas de 80 e 90, houve uma tendência de ampliação de condicionalidades associadas às reformas estruturais nos pacotes do Fundo (IMF, 2000a). Porém, no caso de Indonésia, Coréia e Tailândia, elas foram “muito mais numerosas e detalhadas do que o usual” (Goldstein, 2000a, p. 33), envolvendo, por exemplo, medidas vinculadas ao programa de reflorestamento; modificações na política de conteúdo local, no setor automobilístico; eliminação dos projetos na área de aviação e do “carro nacional” (Indonésia); definição de novas regras para o sistema de liquidação de títulos na Tailândia; fim de acordos restritivos no acesso aos mercados de cimento, papel e celulose; abolição de impostos direcionados a fundações de caridade; alteração de 18 regras de auditoria do Banco Central da Indonésia; criação de programas de microcrédito; dentre outras (Goldstein, 2000a). Com a crise e os pacotes de socorro e suas condicionalidades, emergiu o desejo da criação de mecanismos institucionais regionais capazes de reduzir a dependência externa.

3 - Explorando algumas consequências da crise

Para Cunha (2001), a crise asiática teve três consequências essenciais: (a) do ponto de vista da teoria econômica, ela evidenciou a insuficiência da literatura convencional sobre crises financeiras, no sentido de sua capacidade de abarcar as múltiplas facetas das novas relações financeiras de um capitalismo globalizado e desregulamentado; (b) no plano da economia política internacional, acelerou as discussões em torno de reformas nas instituições que regulam e/ou estabelecem parâmetros para o funcionamento dos mercados financeiros; e (c) nas economias asiáticas, reforçou a percepção da necessidade de

adoção de reformas econômicas e institucionais, de caráter estrutural, capazes de estabelecer graus maiores de liberdade no exercício de estratégias de desenvolvimento, agora nos marcos de economias abertas e em crescente integração regional.

A crise financeira na Ásia precipitou um intenso debate, tanto nos meios acadêmicos quanto no *establishment* oficial e privado que comanda os centros decisórios mais relevantes da economia internacional, acerca da adequação das bases institucionais que regulam as relações de mercado, especialmente no plano financeiro. No plano teórico, os novos modelos explicativos das crises financeiras procuraram jogar luz sobre as características marcantes do ciclo de *boom and bust* das finanças internacionais globalizadas e desregulamentadas (Prates, 2003; Cunha; Prates, 2003). Tais reações deram-se em um contexto de transformações marcantes nos mercados financeiros. Depois de quase uma década de expansão, verificou-se, nos últimos anos, uma retração na entrada líquida de capitais privados nos mercados emergentes. Há evidências de que a chamada "globalização financeira" tenha perdido dinamismo na entrada do século XXI. Assim como em outros episódios da história financeira, o período atual pareceu combinar um contínuo temporal de reformas institucionais orientadas para o livre funcionamento dos mercados, para a expansão da renda, para o crescimento nos fluxos financeiros e comerciais e, em seqüência, para uma forte instabilidade econômica e política (Cunha, 2002a; 2002b).

Na ótica dominante do *establishment* oficial (Greenspan, 1997; Fischer, 1999; 2001; Summers, 1999; Meltzer, 2000; IMF, 2000b; Group of Seven, 2000; Taylor, 2002) e privado (Council of Foreign Relations Task Force, 1999; Truman, 2001; IIF, 2002), tal instabilidade teria origem na inconsistência de alguns elos da corrente global dos mercados.⁴ Ou seja, a diversificação das carteiras dos investidores dos países centrais em direção a ativos dos mercados emergentes teria ampliado o risco sistêmico, na medida em que os fundamentos econômicos e institucionais destes seriam mais frágeis. Com "sinais" errados, os investidores tomariam decisões equivocadas, subestimando riscos e superestimando retornos. Ampliou-se a carga de críticas à atuação dos órgãos multilaterais, especialmente o FMI. Os megapacotes de socorro aos países em crise distorceriam ainda mais os sinais de mercado, gerando estímulos artificiais para que os emergentes se endividassem além de suas necessidades e um comportamento pouco rigoroso por parte de alguns investidores. O risco sistêmico dos emergentes e o risco moral dos órgãos oficiais passaram a ser o foco da intervenção dos "reformistas". Assim, a agenda de reformas na arquitetura financeira

⁴ Analogia feita por Greenspan (1997), ao comentar a crise asiática.

internacional (AFI) passou a priorizar: (a) a disseminação das melhores práticas nas áreas financeira, de governança corporativa, de gestão fiscal, de geração e disseminação de informações econômicas, etc; e (b) a reforma na atuação das instituições multilaterais (Eichengreen, 1999a; 1999b; Rogoff, 1999; Park; Wang, 2000; IMF, 2000b; Goldstein, 2001; UNCTAD, 2001).

Todavia, as reformas “desde cima” implantadas com a supervisão do FMI e do Banco Mundial e a orientação do G-7 parecem ser insuficientes. Em um movimento surpreendente, a Vice-Diretora Gerente do FMI, Anne Krueger (2001; 2002), trouxe para o centro do debate uma proposta “radical”, qual seja, a de criação de mecanismos facilitadores da reestruturação de dívidas soberanas, nos moldes da legislação norte-americana de falências. Tal proposta foi rechaçada pelo Tesouro dos EUA (Taylor, 2002) e pelo setor privado (IIF, 2002), que defenderam a introdução de cláusulas de ação coletiva nos contratos de dívida soberana, um *second best*. Um movimento mais auspicioso de fortalecimento da posição dos “emergentes” na esfera das relações financeiras internacionais vem da própria Ásia, através de esforços recentes de institucionalização do processo de integração financeira. Através da Iniciativa de Chiang Mai (ICM), as economias da Asean, Coréia e China, com o apoio do Japão, estão construindo uma rede de *swaps* cambiais, um potencial embrião para a constituição de um fundo monetário asiático. Recentemente, verificou-se uma bem-sucedida emissão internacional de um bônus denominado em diversas moedas domésticas: o Asian Bond Initiative (Henning, 2002; Cunha, 2004).

4 - Algumas especificidades do caso coreano e a economia política da crise

Na década de 90, a Coréia experimentou um processo de liberalização financeira, marcado, sobretudo, pela criação de um viés de incentivo ao endividamento de curto prazo em divisas externas, via intermediação de instituições financeiras. Isso ocorreu porque: (a) os empréstimos de curto prazo para bancos e corporações eram liberados, ao passo que os de longo prazo, especialmente os créditos de fornecedores e os títulos privados estrangeiros, permaneciam restringidos; (b) o endividamento direto era favorecido frente à emissão de ações — os investimentos estrangeiros de portfólio no mercado acionário coreano foram liberados em 1992, porém mantinha-se um teto para a participação estrangeira, em qualquer tipo de investimento, da ordem de 10% a 15%; e (c) os empréstimos externos das instituições financeiras eram liberados,

ao passo que os das corporações eram fortemente controlados, dependendo de uma aprovação prévia do Governo (World Bank, 1998b; 2000b; IMF, 1998b; Nolland, 1996).

No mercado doméstico, a liberalização iniciou em 1991, com o anúncio de um plano de desregulamentação das taxas de juros. As instituições financeiras passaram a operar com maior liberdade na gestão dos seus ativos, o que incluía, a partir de 1993, a possibilidade de realização de empréstimos denominados em moedas estrangeiras. Permitiu-se que as companhias financeiras, que tradicionalmente operavam no mercado monetário fornecendo crédito de curto prazo — denominado em *wons* — às empresas coreanas, passassem a operar no mercado cambial. Em 1994-95, 24 companhias financeiras foram transformadas em *merchant banks*, e permitiu-se que os bancos abrissem 28 novos escritórios e filiais em praças *off-shore*. Esse foi o principal canal de aceleração do endividamento externo com instrumentos de curta maturação.

Além disso, a emissão de títulos de dívida era restringida, legalmente, pelo *rating* internacional do emissor. As corporações tendiam a ter seu *rating* inferior ao dos bancos, que, assim, se mantinham como intermediários privilegiados. Esse diferencial, segundo os operadores de mercado, derivaria da crença generalizada de que os bancos teriam proteção implícita dos governos (ADB, 2000; Claessens; Djankov; Lang, 1999; World Bank, 2000b). Por decorrência, os passivos em divisas de instituições domésticas — que incluem subsidiárias no exterior de instituições de controle nacional e filiais de instituições estrangeiras — passaram de US\$ 40 bilhões em 1993 para US\$ 160 bilhões em setembro de 1997 (Lindgren, 1999, p. 69). Ademais, houve uma expansão de sete vezes, entre 1994 e 1996, na utilização de *trading credit*, que passou a ser uma importante fonte de capital de giro, nem sempre como contrapartida para operações de comércio exterior.

Lindgren *et al.* (1999) destacam um conjunto de fragilidades institucionais do sistema financeiro coreano. A política de crédito direcionado do passado desenvolvimentista teria deixado por herança uma forte dependência dos bancos com relação aos *chaebols*, ainda que, já em 1980, as AMs tenham introduzido limites prudenciais de exposição dos bancos aos empréstimos para as corporações, bem como limites mínimos (no início, de um terço) de alocação de recursos para pequenas e médias empresas.

Por outro lado, aquela dependência teria cristalizado práticas de análise de crédito que enfatizavam mais a existência de colaterais do que a avaliação da possibilidade de pagamento dos empreendimentos. As normas de regulação e supervisão sancionavam tais posturas, ao que se somavam os problemas de baixa transparência das informações contábeis e inadequação das auditorias e

governança. Assim, por exemplo, variações nos preços de mercado dos ativos não eram, necessariamente, transpostas para os balanços; estes, por sua vez, não costumavam trazer informações consolidadas dos grupos econômicos.

Antes da crise, foram introduzidas reformas que visavam alinhar as práticas de supervisão coreanas às *best practices* internacionais. Em 1995, exigiu-se que os bancos operassem com uma taxa de adequação de capital de 8% nos termos do Acordo da Basiléia (ADB, 2000). Introduziu-se, nesse mesmo ano, o sistema CAMEL⁵ como arcabouço de monitoramento do nível de risco das instituições e, portanto, do sistema como um todo. Em janeiro de 1997, criou-se um seguro de depósito, com recursos gerados pelas próprias instituições financeiras, que cobriria perdas eventuais de até 20 milhões de *wons* (US\$ 23,5 mil) por depositante.

Para Lindgren *et al.* (1999), essas reformas foram insuficientes diante da fragilidade do sistema de supervisão e de outras normas regulatórias, onde: (a) a supervisão era fragmentada, com os bancos comerciais estando sob a responsabilidade de um conselho monetário composto pelo Banco Central e por membros do Governo, com operacionalização da Agência de Supervisão Bancária (ASB), enquanto os bancos especializados e as instituições financeiras não bancárias estavam sob a responsabilidade direta do Ministro das Finanças, que delegava a ação de controle à ASB; (b) isso criou espaço para as divergências regulatórias descritas anteriormente, criando um prêmio de risco não negligenciável na arbitragem; (c) as autoridades responsáveis pela regulação possuíam e, em certas circunstâncias, exerciam poder de arbítrio para suavizar exigências e sanções, o que reduziria a transparência do processo; (d) o sistema de classificação de crédito e provisionamento seria pouco rígido no sentido de traduzir a qualidade da carteira das instituições e, assim, minimizar o risco de crises; (e) as regras de contabilização não se orientavam pelo ajuste dos ativos pelos seus preços de mercado, permitindo que os bancos não registrassem suas perdas; (f) as regras de contabilização também não exigiam das instituições financeiras balanços consolidados; (g) a revisão da Lei Bancária em 1991 impôs limites de exposição dos bancos em, no máximo, 20% do seu capital para devedores individuais e 40% para emissão de garantias, foi dado um prazo de três anos para que as instituições se adaptassem, sendo prorrogado por mais três anos entre 1994 e 1997; (h) todavia os limites de empréstimos aos *chaebols* eram mais largos, sendo controlados, em cada banco, pela ASB; em

⁵ Sistema de avaliação de instituições financeiras (e/ou dos seus ativos) baseado em critérios de desempenho econômico, financeiro e gerencial e que serve de referência para as ações dos órgãos supervisores.

1997, às vésperas da crise, tais limites tornaram-se mais rígidos, de modo que os bancos só poderiam emprestar e garantir até 45% de seu capital à matriz do conglomerado e a suas coligadas e controladas; o teto dos *merchant banks* era de 150%. Lindgren *et al.* (1999, p. 70) afirmam que não só tais limites eram mais frouxos do que em outros países da OCDE, como, mais grave, eram sistematicamente burlados, sem que isso implicasse sanções das AMs.

A crise econômica engendrou um processo de profundas transformações estruturais nas economias da região. Alguns autores sugerem que a própria crise deve ser interpretada a partir do desmonte dos mecanismos de política econômica que sustentaram o crescimento acelerado das décadas anteriores nos marcos do nacional-desenvolvimentismo. Invertem a argumentação convencional, destacada nos itens anteriores, de que o excesso de intervenção estatal seria a explicação última da crise. A liberalização econômica dos anos 90, em meio a um processo acelerado de desmonte dos mecanismos tradicionais de intervenção política sobre as forças de mercado, criou um vácuo institucional sobre o qual emergiu a crescente vulnerabilidade econômica.

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, nessa perspectiva, argumentava-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. Mesmo admitindo-se que a liberalização financeira recente tivesse contribuído para o endividamento crescente e a inflação de ativos, procurou-se deslocar o debate para: (a) a dimensão micro, das decisões privadas de investimento e financiamento; e (b) a dimensão política, de reafirmação do estilo ocidental de desenvolvimento, o que apareceu na crítica às políticas comerciais e industriais, ao *corporate finance*, à organização do sistema financeiro, etc.

Por outro lado, autores⁶ não-alinhados à visão reducionista do *mainstream* da economia procuraram inverter a lógica das causalidades apontadas pela literatura convencional. Se havia uma convergência explicativa em torno dos

⁶ Ver Akyüz (1998), Chang, Park e Yoo (1998), Islam (1998), Wade e Veneroso (1998), Wade (1998), Dymski (1998), Jomo (2001), Belluzzo (1998), Lim (1998) e UNCTAD (1998; 1999; 2000).

determinantes conjunturais da crise (visto no item 2), esses autores argumentaram que o seu principal determinante estrutural foi a desmontagem dos mecanismos de política econômica que viabilizaram o rápido crescimento asiático. Enfatizou-se o caso coreano, pois, dentre as economias mais diretamente afetadas pela crise, a Coreia era a que tinha alcançado os níveis mais elevados de desenvolvimento produtivo-tecnológico, sendo também, junto com 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).

Conforme foi destacado por Cunha (2001, Capítulos 1 e 2), os demais países mais fortemente atingidos pela crise compartilhavam algumas características. 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 Newly Industrialized Countries da “primeira onda” (NICs I) — Coreia, Taiwan, Hong Kong e Cingapura. E, mais do que isso, beneficiavam-se 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.

Jomo (1996, p. 12-15) argumentou que os Newly Industrialized Countries da “segunda onda” (NICs II) — Malásia, Indonésia, Filipinas e Tailândia — intervieram sobre as forças de mercado tanto quanto os NICs I. Porém o fizeram de forma distinta e com propósitos nem sempre semelhantes, sob a influência das especificidades históricas locais. Na Malásia e na Indonésia, as políticas direcionavam-se para o constrangimento do crescimento de grupos econômicos de chinodescendentes e para o estímulo aos grupos locais, fortemente conectados com o poder político central.⁷ A estabilidade política dos regimes permitiu o enriquecimento dessa elite nacional, a partir de suas relações privilegiadas com o Estado. A maior internacionalização da base produtiva local, *vis-à-vis* à Coreia e ao Japão, seria o resultado de uma busca consciente de

⁷ É importante não desconhecer que tal conexão permitiu a criação, ao longo do tempo, de comportamentos *rent seeking* e de fragilidades regulatórias, caracterizando o quadro de *crony capitalism* tão destacado pela literatura convencional sobre a crise. Para o caso da Indonésia, Krueger (2000, p. 55) destacou que: “Era sabido, ainda que de forma não oficial, que muito crédito bancário era destinado para parentes e amigos do Presidente [Suharto], e muitos empréstimos improdutivos (...) recebiam crédito adicional para permitir o pagamento dos serviços da dívida”.

fortalecimento de grupos econômicos estrangeiros capazes de contrabalançar o poder dos grupos chineses (Jomo, 2001).

Na Tailândia, da mesma forma, os regimes civis e militares teriam favorecido atividades de *rent seeking*. Todavia, ao contrário dos argumentos neoclássicos sobre o comportamento dos rentistas, aquele autor considera que, nesses países, essa transferência de renda, por mais injusta que tenha sido, resultou em estímulo à acumulação de capital em bases territoriais nacionais. A existência de políticas industriais ineficientes não tiraria o mérito das ações efetivas de fortalecimento dos recursos produtivos locais⁸, a exemplo do ocorrido na Coreia, em Taiwan e no Japão.

Jomo (1996) apontava dificuldades de sustentação do *boom* dos NICs II, devido: (a) à forte dependência dos investimentos estrangeiros; (b) ao fato de que, diferentemente da experiência de política industrial da Coreia e de Taiwan, os Estados dos NICs II não foram capazes de criar pressões suficientes para que os grupos econômicos locais, beneficiados pela transferência das rendas criadas pela intervenção estatal, investissem em uma sólida capacitação produtiva e tecnológica; (c) a que isso dificultaria o necessário *upgrading* de sua produção, diante da concorrência da China e de outros países abundantes em trabalho. Jomo e Rock (1998) detalharam de que forma os governos locais atuaram visando diversificar a produção dos seus países.⁹ Por outro lado, os desafios recentes de modernização produtiva, em um contexto de liberalização econômica e ampliação da concorrência regional, sinalizariam a existência de obstáculos não desprezíveis.

⁸ “A defesa anterior da contribuição da política industrial na industrialização tardia dos NICs de segunda onda do Sudeste Asiático não sugere que toda a política industrial na região tenha sido a melhor possível, em todas as circunstâncias, ou mesmo que fossem consistentes. Sua experiência [dos NICs II] também indica elementos de má política industrial, mas, novamente, a existência de políticas industriais ruins não é a prova de que toda a política industrial é ruim.” (Jomo, 1996, p. 17).

⁹ “A diversidade da experiência [dos NICs II] (...) inclui alguns elementos de falha, onde a intervenção dos governos provavelmente envolveu uma perda contínua de bem-estar, no longo prazo, com baixa efetividade na emergência de setores ou firmas internacionalmente competitivas. Todavia este artigo foca como as iniciativas governamentais para diversificar as economias nacionais levaram a resultados que envolveram, eventualmente, ganhos positivos líquidos ou o alcance de objetivos nacionais de desenvolvimento.” (Jomo; Rock, 1998, p. 34). Os autores destacam a diversificação da agricultura na Malásia — que, nos anos 80, se teria transformado na maior produtora mundial de óleo de palma, coco e pimenta — e a ampliação na apropriação da renda do petróleo e derivados. As políticas tailandesa e indonésia para o arroz teriam sido fundamentais para garantir a segurança alimentar e a ampliação das exportações. Além disso, políticas tributárias favoráveis teriam contribuído para a acumulação das empresas — sem, todavia, estarem associadas à pressão governamental para uma maior exposição à concorrência internacional.

Há que se considerar que os NICs II passaram por um processo acelerado de liberalização, especialmente nos anos 90 (Cunha, 2001, cap. 3). A ampliação da entrada de recursos externos nessas economias permitiu um *boom* creditício que 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 a literatura convencional costuma negligenciar o fato de que as dificuldades de *upgrading* produtivo-tecnológico, nos marcos da especificidade da integração econômica do Pacífico Asiático, explicaria 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 (UNCTAD, 1996).

Nesse sentido, Jomo (1998) enfatizou que a crise na Malásia se originou do processo acelerado de liberalização financeira, que teria corroído os elementos de governança. O excesso de endividamento em cambiais teria sido alimentado pelo *boom* de investimentos e pela virtual paridade ao dólar. Com a desvalorização do *bath* tailandês, o efeito-contágio, a partir do pânico de investidores movidos pelo comportamento de manada, precipitou a crise malaia. A existência de opacidade institucional, nos moldes do argumento sobre o “capitalismo de compadres”, é apontada como um fator que contribuiu para a exacerbação da crise, mas não por sua causa. Os interesses privados privilegiados pelo Governo malaio, na visão daquele autor, seriam exatamente os associados ao processo de liberalização com desregulamentação.¹⁰

¹⁰ Com respeito à causa última da crise, Jomo (1998, p. 708) afirma que a “(...) erosão de uma governança financeira efetiva, tanto no âmbito internacional quanto nacional, criou as condições que levaram às crises”. O autor admite a qualidade distinta das intervenções políticas sobre os mercados entre os NICs I e os NICs II, porém argumenta que não foram as políticas desenvolvimentistas que criaram o ambiente de “capitalismo de compadres”: “A política industrial ou as intervenções estatais seletivas têm sido de uma qualidade muito inferior ou menos efetivas nestas economias [NICs II]; em vez disto, tem ocorrido muita intervenção estatal motivada por outras considerações (não desenvolvimentistas), especialmente na Malásia e na Indonésia. Tais intervenções — agora, freqüentemente citadas como evidências do ‘capitalismo de compadres’ — carregam alguma responsabilidade pela vulnerabilização dos NICs de segunda onda do Sudeste Asiático aos fatores que precipitaram a crise financeira na região, em meados de 1997. Mais importante, tais interesses têm influenciado as respostas das políticas governamentais de um modo que tem exacerbado a crise. **Em outras palavras, enquanto o capitalismo de compadres não explica realmente as origens da crise, exceto no fato de que os interesses do setor financeiro foram responsáveis pelas políticas financeiras dos anos 90 que levaram à crise, ele a exacerbou na Malásia (grifo nosso).**”

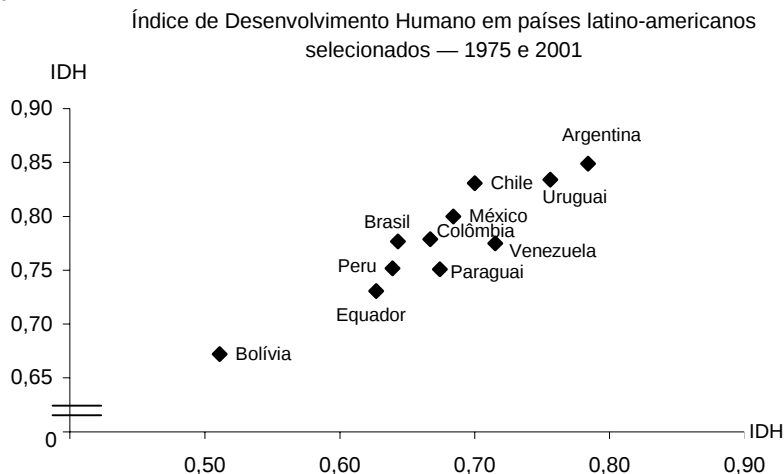
Pincus e Ramli (1998) culpam o regime de Suharto, que teria promovido um processo inadequado de liberalização financeira na Indonésia. O patrimonialismo e o clientelismo ampliaram a fragilidade do País às rupturas financeiras, na medida em que a burocracia teria sido incapaz de realizar reformas capazes de fortalecer a regulação dos setores financeiro e não financeiro. Assim, se a causa mais aparente da crise foi o excesso e o perfil do endividamento externo, seus determinantes últimos deveriam ser buscados nas opções políticas do governo. A liberalização financeira, sem o fortalecimento das instituições ou, de outra forma, com a manutenção do clientelismo, somente teria ampliado o leque de opções para os grupos politicamente vinculados. Para os autores, ao contrário da argumentação convencional, foi o Estado fraco, e não o excesso de intervenção estatal, que teria aprofundado o problema do “capitalismo de compadres” na Indonésia.¹¹

5 - Considerações finais: uma agenda tentativa para futuras pesquisas

No último quartel do século XX, um conjunto de países em desenvolvimento, localizados na região do Pacífico Asiático, demonstrou a capacidade de combinar crescimento acelerado da renda com melhoria generalizada em indicadores sociais, em um contexto onde se preservaram uma relativa estabilidade macroeconômica e um elevado grau de dinamismo no comércio exterior e na acumulação doméstica de capital. A Tabela 1 e os Gráficos 1 e 2 colocam esse fato em perspectiva, com ênfase na comparação dessa região com a América Latina, com os países industrializados que compõem o núcleo da economia internacional e com outras regiões de rendas média e baixa. Ao se comparar o caso asiático com o latino-americano, deve-se destacar a capacidade dos países asiáticos de combinarem crescimento econômico com avanços no plano social, o que se explicita em indicadores como o Índice de Desenvolvimento Humano (IDH) — Gráficos 1 e 2.

¹¹ “O esforço de implementar um programa radical de liberalização financeira, no contexto de estruturas estatais profundamente marcadas pelo patrimonialismo, aumentou a possibilidade do colapso e, ao mesmo tempo, minou os mecanismos necessários à restauração da estabilidade. Longe de dismantelar as redes de clientelismo que ligavam os capitalistas ao regime, a liberalização expandiu o leque de oportunidades disponíveis para estes grupos lucrarem com suas conexões políticas. Entrementes, a fraqueza da supervisão estatal, da regulação e do *enforcement* permitiu que eles socializassem os riscos de suas aventuras, particularmente no setor bancário.” (Pincus; Ramili, 1998, p. 732).

Gráfico 1



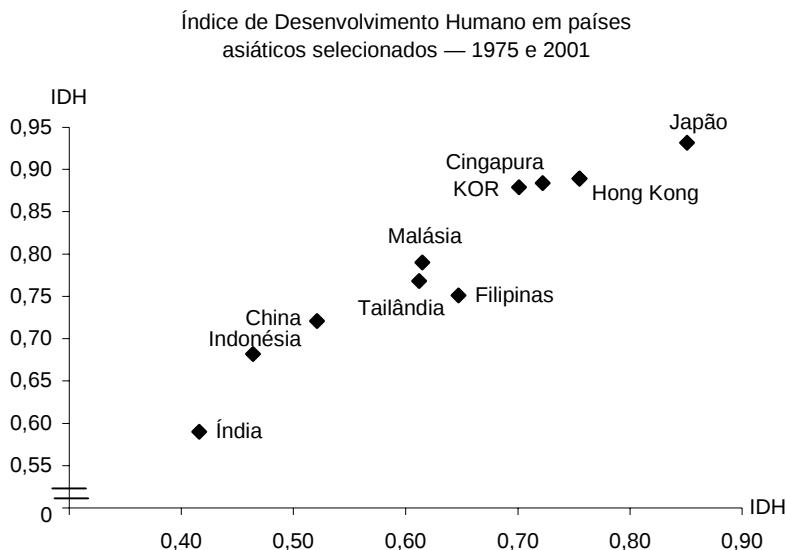
FONTE DOS DADOS BRUTOS: UNDP. Human Development Report 2003. New York: United Nations Development Program, 2003.

NOTA: Os dados do eixo horizontal referem-se a 1975; e os do eixo vertical, a 2001.

Não à toa, o chamado “milagre asiático” esteve no centro dos debates acadêmico e político sobre o desenvolvimento. De um lado, economistas e órgãos oficiais (nacionais e multilaterais) procuraram associar aquele desempenho à adoção de políticas *market-friendly*, minimizando o papel desempenhado por políticas ativas de criação de vantagens comparativas em setores não tradicionais, através de incentivos tributários, creditícios e cambiais, e pela criação de instituições específicas, como bancos de desenvolvimento, institutos de pesquisa em áreas de fronteira tecnológica, agências de promoção de investimentos e de exportações, etc. (World Bank, 1993). Por outro lado, há pesquisadores¹² que, contrariando a visão do *mainstream economics* anglo-saxônico, enfatizam os elementos não convencionais das políticas desenvolvimentistas dos países asiáticos.

¹² Ver, por exemplo, Amsden (1989), Chang (1994), Deyo (1987), Jonhson (1987), Lall (1995), Lee (1992), Shapiro e Taylor (1990), Wade (1990) e em diversos **Trade and Development Reports** da UNCTAD.

Gráfico 2



FONTE DOS DADOS BRUTOS: UNDP. Human Development Report 2003. New York: United Nations Development Program, 2003.

NOTA: Os dados do eixo horizontal referem-se a 1975; e os do eixo vertical, 2001.

No Brasil, o esforço de pesquisa em torno do sucesso da estratégia asiática de desenvolvimento tomou força a partir de meados dos anos 80,¹³ quando a crise da dívida externa revelou: (a) a fragilidade do padrão de industrialização do País assentado em bases de financiamento estreitas e fortemente dependentes de recursos externos e/ou oficiais; (b) a reduzida capacidade de absorção e de desenvolvimento de tecnologias alinhadas à fronteira tecnoprodutiva; e (c) a baixa consistência social do crescimento, expressa em elevados níveis de desigualdade e precária universalização de ativos sociais, como o acesso à terra, à educação, à saúde, ao saneamento básico, etc. O Brasil, da mesma forma que Coréia, Taiwan e Japão, criou um amplo leque de instrumentos de

¹³ Canuto (1994) é o exemplo mais completo de comparação das estratégias brasileira e coreana de desenvolvimento. Cunha (2001) reporta alguns trabalhos adicionais que procuraram fazer o mesmo.

apoio oficial à estruturação do setor produtivo. Todavia, ao contrário daqueles, especialmente do caso coreano, mostrou-se incapaz de criar formas superiores de organização capitalista, quais sejam, grupos econômicos de capital nacional capazes de competir internacionalmente em setores intensivos em capital e tecnologia (Coutinho, 1999).

Com a crise financeira, o debate em torno da estratégia asiática de desenvolvimento perdeu força. Emergiu uma perspectiva reducionista sobre o sucesso asiático, onde elementos que antes eram apontados como aspectos virtuosos de um modelo de “capitalismo organizado” passaram a ser considerados aspectos distorcedores dos sinais de mercado. O termo *crony capitalism* substituiu a idéia de uma interação positiva entre mercado e Estado, admitida mesmo em meios reticentes quanto a qualquer positividade na existência de políticas públicas que escapem à fronteira da criação de capital humano e bens públicos (World Bank, 1993).

Todavia a rápida recuperação das economias mais atingidas pela crise e a persistência da instabilidade, nos mercados financeiros, nos anos que se seguiram à ruptura de 1997 evidenciaram que, se havia fragilidades institucionais e econômicas nos países asiáticos, havia também imperfeições não desprezíveis no funcionamento de uma economia cada vez mais globalizada e desregulamentada. A visão conservadora predominante no *establishment* acadêmico, oficial e privado, dos países desenvolvidos não tardou a apontar que a origem da instabilidade estava localizada nos países em desenvolvimento (“mercados emergentes”) e que, dessa forma, não haveria nada de funcionalmente errado no capitalismo globalizado e desregulamentado. Um desdobramento desse corolário passou a ser o pacote de reformas na “arquitetura financeira internacional”, com a evidente tendência à homogeneização dos padrões institucionais, movimento que reforça a redução dos graus de liberdade para a execução de políticas não convencionais voltadas à promoção do desenvolvimento.

Como se sabe, em cada momento histórico, países de desenvolvimento retardatário utilizaram o artifício de “não seguir as regras do jogo”, de modo a criarem vantagens comparativas não tradicionais (Gerschenkrou, 1962; Amsden, 1989; Shapiro; Taylor, 1990; Wade, 1990; Rodrik, 2001; Stiglitz, 2002). Tal possibilidade se estreitou muito nas últimas duas décadas e tende a reduzir-se ainda mais. A crise asiática lançou luz sobre o perigo da liberalização econômica, especialmente na dimensão financeira, sem a existência prévia de instituições capazes de dar suporte econômico e social e um ambiente que se torne mais suscetível à instabilidade macroeconômica. Mesmo países relativamente melhor posicionados, como a Coreia, não suportaram os efeitos de uma rápida liberalização financeira, que permitiu a criação de passivos de curto prazo deno-

minados em divisas estrangeiras, em um nível perigosamente alto, e, ademais, alimentaram um *boom* creditício que inflacionou os mercados de ativos financeiros.

Cada vez mais conscientes das novas armadilhas do capitalismo globalizado e desregulamentado, os países asiáticos estão procurando ganhar maiores graus de liberdade na execução de políticas anticíclicas e de promoção do desenvolvimento. Para tanto, a manutenção da estabilidade financeira tornou-se um aspecto central, do que se deriva a busca pela institucionalização de mecanismos regionais de cooperação, como exemplifica a recente Iniciativa de Chiang Mai.

A região do Pacífico Asiático tem uma importância geopolítica e econômica cada vez mais importante. Japão, Coréia, Taiwan, Hong Kong, Cingapura, Malásia, Indonésia, Tailândia, Filipinas e China possuem cerca de um terço da população mundial, um quarto da renda e das exportações e um quinto do estoque de investimento direto estrangeiro. Além disso, a região é uma poupadora líquida de divisas. No final do primeiro semestre de 2003, as reservas cambiais conjuntas daqueles países atingiram a cifra de US\$ 1,3 trilhão, o dobro do valor anterior à crise. A diversidade de “modelos” e de “padrões de desenvolvimento” não ofusca o fato de que a região continuará sendo o foco das atenções de pesquisadores, de *policy makers* e dos setores oficial e privado.

Desde uma perspectiva latino-americana, cabe indagar sobre as lições que a experiência asiática pode oferecer. Do período desenvolvimentista — entre os anos 60 e 80 —, fica a idéia de que o “sucesso” parece estar na capacidade de se combinar um certo grau de homogeneização social prévia, o que implica investimentos em educação, saúde, saneamento, etc., capazes de reduzir as desigualdades sociais, com a criação de capacidade endógena de geração de vantagens competitivas não tradicionais. É interessante notar que os países que mais avançaram neste último sentido o fizeram com base em empresas de capital nacional, privadas e/ou estatais. Países como Japão, Coréia e Taiwan¹⁴ têm níveis reduzidos de participação do investimento direto estrangeiro na formação de capital. Mesmo a China, que, em período recente, se tornou um importante receptor de IDE, procura combinar o aporte de novas tecnologias com o desenvolvimento de capacidades endógenas.

¹⁴ Em 2000, o estoque de IDE como proporção do PIB chegava a 1% no Japão, 9% em Taiwan e 14% na Coréia. Na China, esse indicador ultrapassava os 30%, o equivalente às médias latino-americana e brasileira. Os fluxos de investimento direto estrangeiro equivaleram a 8% da formação bruta de capital na Ásia, ao longo da década de 90, contra 14% na América Latina (estimativas do autor com base no banco de dados da UNCTAD — www.unctad.org).

A manutenção de certa estabilidade macroeconômica com a exposição seletiva e sequencial (no tempo e no espaço) à concorrência internacional (pela via das exportações) deve estar combinada à existência de políticas públicas de coordenação dos investimentos e de criação de estímulos fiscais, cambiais e creditícios. Isso só é possível quando há estratégias de longo prazo claramente definidas e atores (públicos e privados) aptos e dispostos a internalizar os processos decisórios mais relevantes. Nesse sentido, mesmo aqueles que são contrários à existência de políticas desenvolvimentistas destacam a importância da existência de burocracias estatais competentes, socialmente valorizadas e relativamente isoladas de pressões provenientes de grupos de interesse isolados na sociedade. Japão, Taiwan e Coréia são sempre citados como exemplos nesse sentido, ao passo que as economias asiáticas de desenvolvimento recente, como Indonésia e Tailândia, seriam contra-exemplos, onde a opacidade institucional e os elementos do *crony capitalism* seriam mais pronunciados.

Por outro lado, a experiência de liberalização econômica, iniciada nos anos 80 e acelerada na década de 90, alerta para o fato de que nem as mais bem-sucedidas economias em desenvolvimento são capazes de ficar imunes à pressão instabilizadora das finanças globalizadas e desregulamentadas. O caso coreano é o exemplo mais notório. Assim, se, por um lado, nos marcos históricos atuais, se torna difícil replicar o modelo desenvolvimentista de sucesso, cujos elementos virtuosos foram apontados no parágrafo anterior, por outro, torna-se evidente que as políticas de recorte liberal tão propaladas na década de 90 foram incapazes de entregar o que prometeram: desenvolvimento e estabilidade. Algo novo precisa ser gerado, e o processo acelerado de institucionalização da integração regional na Ásia pode ser uma luz neste sentido.

Dados os pontos de pesquisa anteriores, há uma série deles que podem ser explorados e que são de interesse direto para os países latino-americanos:

- a) como está se dando o processo de recuperação das economias mais atingidas pela crise, especialmente no que se refere aos efeitos microeconômicos? O caso coreano é de especial interesse em face do processo de ajuste dos seus grandes conglomerados, os *chaebols*?
- b) como está se dando o processo de integração comercial e financeira na região do Pacífico Asiático, no período pós-crise, e qual o papel desempenhado pelos países-líderes, como Japão, China e Coréia?
- c) quais os modelos mais adequados de regimes macroeconômicos (nos planos fiscal, monetário e cambial) e de regulação dos mercados compatíveis com a manutenção da abertura econômica e de um relativo grau de autonomia na execução de políticas anticíclicas? Nesse senti-

do, casos como os da Coreia, Malásia e China são exemplos que merecem um estudo mais detalhado, por combinarem distintos regimes de conversibilidade da conta capital, de regulação dos investimentos produtivos, de política cambial, etc.

- d) quais os impactos regionais e globais do crescimento da economia chinesa?
- e) quais os espaços possíveis para a criação de instituições multilaterais de caráter regional, como exemplifica o projeto abortado de um fundo monetário asiático?
- f) quais as possibilidades de os países asiáticos replicarem a experiência europeia de integração regional?
- g) quais políticas públicas e estratégias privadas podem viabilizar um aprofundamento dos vínculos econômicos e sociais entre os países asiáticos e os latino-americanos, no sentido de se conformar um padrão mais vigoroso de fluxos de mercadorias, capitais e recursos humanos no sentido sul—sul? Preconizado há muito tempo pelo pensamento estruturalista latino-americano, especialmente nos trabalhos da Cepal e, fora do âmbito regional, pela Unctad.

Essa não é uma lista exaustiva, mas sugere algumas possibilidades para o avanço de futuras pesquisas cujo norte seja a busca de alternativas para a criação de maiores graus de liberdade na realização de estratégias nacionais e/ou regionais de desenvolvimento.

Referências

ADB. **Asia recovery report**. Manila: Asia Development Bank; Asia Recovery Information Center, 2000.

ADB. **Asia economic monitor 2002**. Manila: Asia Development Bank, 2002.

AKYÜZ, Y. **The East Asian financial crisis: back to the future?** Geneve: United Nations Conference on Trade and Development, 1998.

AKYÜZ, Yilmaz; CORNFORD, Andrew. **Capital flows to developing countries and the reform of the International Financial System**. Genebra: United Nations Conference on Trade and Development, 1999. (UNCTAD Discussion Paper, n. 143).

AMSDEN, Alice H. **Asia's next giant: South Korea and late industrialization**. New York: Oxford University Press, 1989.

ARIC. **Regional monetary cooperation in East Asia:** a survey. Manila: Asia Recovery Information Center, 2000.

ASEAN (1977). **Memorandum of understanding on the Asean swap arrangements.** Disponível em: <http://www.aseansec.org/6297.htm> Acesso em: jan. 2003.

AZIZ, Jahangir; CARAMAZZA, Francesco; SALGADO, Ranil. **Currency crises:** in search of common elements. Washington, DC: International Monetary Fund, 2000. IMF (Working Paper, WP/00/67).

BAIG, Taimur; GOLDFAJN, Ilan. **Financial market contagion the Asia crises.** Washington, DC: International Monetary Fund, 1998. (IMF Working Paper, WP/98/155).

BANCO MUNDIAL. **Relatório sobre o desenvolvimento mundial 1991:** o desafio do desenvolvimento. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 1991.

BELLUZZO, Luiz G. de Mello. **Notas sobre a crise da Ásia.** São Paulo: Editora Hucitec, 1998. (Praga, estudos marxistas, n. 5).

BERG, Andrew. **The asian crisis:** causes, policy responses and outcomes. Washington, DC: International Monetary Fund, 1999. (IMF Working Paper, n. 138).

BOORMAN, Jack et al. **Managing financial crises:** the experience of East Asia. Washington: IMF, 2000. (IMF Working Paper, WP/00/147).

CANUTO, O. **Brasil e Coréia do Sul:** os (des)caminhos da industrialização tardia. São Paulo: Nobel, 1994.

CHANG, Ha-Joon. **The political economy of industrial policy.** London: Macmilland, 1994.

CHANG, Ha-Joon; PARK, Hong Jae; YOO, Chul Gyue. Interpreting the Korean crisis: financial liberalisation, industrial policy, and corporate governance. **Cambridge Journal of Economics**, London, New York, Cambridge Political Economy Society; Academic Press, v. 22, n. 6. p. 735-746, Nov 1998.

CLAESSENS, Stijn; DJANKOV, Simeon; LANG, Larry. **East asian corporates:** growth, financing and risks over the last decade. Washington, DC: World Bank, 1999. (Mimeo).

CORSETTI, Giancarlo; PESSETI, Paolo; ROUBINI, Nouriel. Paper tigers? A preliminary assessment of the Asian crisis. NBER-Bank of Portugal Seminar on Macroeconomics (ISOM), Lisboa, 14 e 15 de junho. **Proceedings...**Lisboa: NBER-Bank, 1998. (Mimeo).

CORSETTI, Giancarlo; PESSETI, Paolo; ROUBINI, Nouriel. **Fundamental determinants of the asian crisis**. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2000.

COUNCIL OF ECONOMIC ADVISERS. **Economic report of the President, 2002**. Washington, DC: United States Government Print Office, 2002.

COUNCIL OF FOREIGN RELATIONS TASK FORCE. **Safeguarding prosperity in a global financial system: the future international financial architecture**. Washington, DC: Institute for International Economics, 1999.

COUTINHO, Luciano. Coréia do Sul e Brasil: paralelos, sucessos e desastres. In: FIORI, José Luis (Org.). **Estados e moedas no desenvolvimento das nações**. Petrópolis: Vozes, 1999.

CUNHA, André Moreira. O milagre asiático: avanços e recuos na explicação ortodoxa. **Ensaio FEE**, Porto Alegre: FEE, v. 18, n. 2, p. 290-325, 1997.

CUNHA, André Moreira. O Pacífico Asiático: da integração econômica dos anos 80 e 90 à crise financeira. Encontro Nacional de Economia Política, 3, Niterói, **Anais...** RJ: UFF, 1998.

CUNHA, André Moreira. A Crise Asiática: para além das explicações convencionais. **Ensaio FEE**, Porto Alegre: FEE, v. 20, n. 2, p. 159-187, 1999.

CUNHA, André Moreira. De volta para o futuro: crise e recuperação econômica no Pacífico Asiático. **Ensaio FEE**, Porto Alegre: FEE, v. 21, n. 2, p. 207-239, 2000.

CUNHA, André Moreira. **Crise no Pacífico Asiático**: causas e consequências. Campinas: Instituto de Economia/UNICAMP, 2001. (Tese de doutoramento, não publicada).

CUNHA, André Moreira. Crises financeiras: o que há de errado? **Ensaio FEE**, Porto Alegre, FEE, v. 23, n. 1, p. 203-228, 2002a.

CUNHA, André Moreira. Reformas na arquitetura financeira internacional: novidades no front? In: Encontro Nacional de Economia, 30, Nova Friburgo. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPEC, 2002b.

CUNHA, André Moreira. Iniciativa de Chiang Mai: integração financeira e monetária no Pacífico Asiático. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, UFRJ/Instituto de Economia, v. 8, n.1, 2004.

CUNHA, André Moreira; PRATES, Daniela. Instabilidade e crises: os avanços teóricos e os limites políticos para os países periféricos. In: FERRAZ, J. C.; CROCCO, M.; ELIAS, L. M. **Liberalização econômica e desenvolvimento**. São Paulo: Futura, 2003.

DEMIRGÜÇ-KUNT, Asli; DETRAGIACHE, Enrica. **Financial liberalization and financial fragility**. Washington DC: International Monetary Fund, 1998. (IMF Working Paper, 98/83).

DEYO, F. C. (Ed.) **The political economy of the new asian industrialism**. Ithaca: Cornell University, 1987.

DYMSKI, Gary. **"Bubble Economy" and financial crisis in East Asia and California: a spatialized Minsky perspective**. Riverside: Department of Economy/University of California, 1998.

EATWELL, Jonh; TAYLOR, Lance (1998). **International capital markets and the future of economic policy**. (CEPA Working Paper Series III, n. 9).

EICHENGREEN, Barry. **Toward a new international financial architecture: a practical post-Asia agenda**. Washington, DC: Institute for International Economics, 1999a.

EICHENGREEN, Barry. **Strengthening the international financial architecture: where do we stand?** Berkeley, CA: University of California, 1999b. Disponível em: <http://emlab.berkeley.edu/users/eichengr/policy.htm>

EICHENGREEN, Barry. **What to do with the Chiang Mai initiative?** Berkeley, CA: University of California, 2002a. Disponível em: <http://emlab.berkeley.edu/users/eichengr/policy.htm>

EICHENGREEN, Barry. **Whither monetary and financial cooperation in Asia?** Honolulu: PECC Financial Forum Conference, 2002b. (Issues and Prospects for Regional Cooperation for Financial Stability and Development).

ESCAP. **Bulletin on Asia-Pacific perspectives 2002/2003: sustaining growth amidst uncertainties**. Bangkok: United Nations Economic and Social Commission for Asia and Pacific, 2002. Disponível em: www.unescap.org

FISCHER, Stanley. **On the need of international lender of last resort**. Washington, DC: International Monetary Fund, 1999.

FISCHER, Stanley. **Asia and the IMF**. Washington, DC: International Monetary Fund, 2001.

FURMAN, J.; STIGLITZ, J.E. **Economic crises**: evidence and insights from East Asia. Washington: Brookings Institution, 1998. (Brookings Papers on Economic Activity, n. 2).

GARTEN, Jeffrey. In this economic chaos, a global central bank can help. **International Herald Tribune**, Paris, Sept., 25th, p. 8, 1998.

GERSCHENKRON, Alexander. **Economic backwardness in historical perspective**. Cambridge, MA: Harvard University, 1962.

GOLDSTEIN, M. **An evaluation on proposals to reform on international financial architecture**. [S. l.]: NBER Conference on Management of Currency Crises, 2000a.

GOLDSTEIN, M. **IMF structural programs**. [S. l.]: NBER Conference on Economic and Financial Crises in Emerging Markets, 2000b.

GOLDSTEIN, Morris. **An evaluation on proposals to reform on international financial architecture**. [S. l.]: NBER Conference on Economic and Financial Crises in Emerging Markets, 2001.

GREENSPAN, A. **Remarks by Chairman Alan Greenspan at the Economic Club of New York**. New York, economic Club of New York, 1997. (Mimeo)

GROUP OF SEVEN FINANCE MINISTERS. **Strengthening the international financial architecture**: report to the heads of State and Government. Fukuoka: [s. n.], 2000.

GROUP OF TEN. **The resolution of sovereign liquidity crises**. Report to the Ministers and Governors Prepared Under Auspices of Deputies. [S. l.: s. n., 1996] Disponível em: www.bis.org/publ/other.htm#Gten

HENNING, C. Randall. **East Asia financial cooperation**. Washington: Institute of International Economics, 2002.

HILL, Hal. **Miths About Tigers: Indonesian Development Policy Debates**. **The Pacific Review**, Oxford: Oxford University, v. 10, n. 2, p. 256-273, 1997.

IIF. **Sovereign debt restructuring**. Washington, DC: Institute of International Finance, 2002.

IMF. **Conditionality in fund-supported programs**: overview. Washington, DC: International Monetary Fund, 2001.

IMF. **Global financial stability report**: market developments and issues. Washington, DC: International Monetary Fund, 2002a.

IMF. **International financial architecture: an update on bank activities.** Development committee, DC/2000-20. Washington, DC: International Monetary Fund, 2000b.

IMF. **Recovery from the asian crisis and the role of the IMF.** Washington, DC: International Monetary Fund, 2000c.

IMF. **World Economic Outlook**, Washington, DC: International Monetary Fund, May 1998a.

IMF. **World Economic Outlook**, Washington, DC: International Monetary Fund, Oct.1998b.

IMF. **World Economic Outlook.** Washington, DC: International Monetary Fund, Oct. 2002a.

IMF. **World Economic Outlook.** Washington, DC: International Monetary Fund, May 2002b.

ISLAM, A. **The dynamics of asian economic crisis and selected policy implications. Expert Group Meeting: what have we learned one year into the financial crisis in emerging-market economies?** New York: United Nations, 1998.

JOMO, K. S. **Lessons from growth and structural change in the second-tier South East asian newly industrialized countries.** Geneve: United Nations/ UNCTAD, 1996. (Project "East Asian Development: Lessons For a New Global Environment").

JOMO, K. S. Malaysian débâcle: who's fault? **Cambridge Journal of Economics**, London, New York, Cambridge, MA, Political Economy Society, v. 22, p. 707-722, 1998.

JOMO, K. S. **Growth after the asian crisis: what remains of the East asian model?** [S. l.: s. n.], 2001. (G-24 Discussion Paper, n. 10).

JOMO, K. S.; ROCK, Michael. **Economic diversification and primary commodity processing in the Second-Tier South East Asian Newly Industrialized Countries.** Geneve: United Nations, 1998. (UNCTAD Discussion Papers, n. 136).

JOHNSON, Chalmers. Political institutions and economic performance: the government-business relationship in Japan, South Korea, and Taiwan. In: DEYO, F.C. (Ed.). **The political economy of the new asian industrialism.** Ithaca: Cornell University Press, 1987.

KAMINSKY, G.; REINHART, C. **The twin crises: the causes of banking and balance of payments problems**. Washington, DC: International Monetary Fund, 1995. (IMF Discussion Papers, n. 544).

KAMINSKY, G.; LIZONDO, S.; REINHART, C. **Leading indicators of currency crisis**. Washington, DC: IMF, 1998. (Mimeo).

KAMINSKY, Graciela; REINHART, Carmem M. Banking landing and contagion: evidences from tem East Asia crisis. In: ITO, Takatoshi; KRUEGER, Anne. **Regional and global capital flows: macroeconomic causes and consequences**. Chicago: University of Chicago/NBER, 2001.

KRUEGER, Anne O. **IMF stabilization programs**. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2000. (Mimeo).

KRUEGER, Anne. **International financial architecture for 2002: a new approach to sovereign debt restructuring**. Washington, DC: American Enterprise Institute, 2001. (Speech at the National Economists' Club Annual Members' Dinner). Disponível em:

<http://www.imf.org/external/np/speeches/2001//112601.htm>

KRUEGER, Anne. **A new approach to sovereign debt restructuring**. Washington, DC: International Monetary Fund, 2002.

KRUGMAN, Paul. **What happened to Asia?** [S. l.: s. n., 1998]. (Mimeo).

LALL, Sanjaya. **Governments and industrialization: the role of interventions in the 1990's**. In: ECLAC-IDRC/UNU-INTECH Conference. Productivity, technical change, and national innovation systems in Latin America. Marbella: Chile, 1995. (Mimeo).

LEE, C. H. The Government Financial System, and large private enterprises in the economic development of South Korea. **World Development**, Whashington, DC: World Bank, v. 20, n.2, p.187-197, 1992.

LEE, Jong-Wha; PARK, Yung Chul; SHIN, Kwanho. **A currency union in East Asia**. [S. l.: s. n., 2002]. (Mimeo). Disponível em: <http://soback.kornet.net/~ycpark/>

LIM, Linda Y.C. Whose model failed: implications of the asian economic crises. New York, NY, **United Nations Development Programme**, 1998. (Cooperation South, n. 2).

LINDGREN, C. et al. **Financial sector crises and reestructuring: lesson from Asia**. Washington, DC: International Monetary Fund, 1999.

McCAULEY, Robert N.; FUNG, San-Sal; GADANECZ, Blaise. Integrating the finances of East Asia. **BIS Quarterly Review**, Basel, Bank for International Settlements, Dec 2002.

McKINNON, Ronald. Optimum Currency Areas. **American Economic Review**, Nashville, Tenn., American Economic Association, v. 53, n. 5, p. 717-724, Sept. 1963.

MELTZER, A. H. **Report of the International Financial Institution Advisory Commission**. Washington, DC: International Financial Institution Advisory Commission, 2000.

MINSKY, Hyman P. **Stabilizing and unstable economy**. New Haven: Yale University, 1986.

MIRANDA, J. C. A dinâmica financeira da crise asiática. **Política Externa**, Rio de Janeiro, Paz e Terra, v. 6, n. 4. p. 130-150, 1998.

MISHKIN, Frederic S. **Financial policies and the prevention of financial crises in emerging market countries**. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2001. (NBER Working Paper, 8087).

NOLLAND, M. Restructuring Korea's financial sector for greater competitiveness. Washington, DC: Institute for International Economics, 1996. (APEC Working Paper, 96-14).

PARK, Chul Yung; SONG, Chi-Young. **Financial contagion in East asian crisis: with special reference to the Republic of Korea**. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2000.

PARK, Chul Yung; WANG, Yunjong. **Reform of the international financial system and institutions**. [S. l.: s. n.], 2000. (Mimeo).

PARK, Yung Chul. **Does East Asia need a new paradigm of development?** Seoul: Korea University, 2002a. (Mimeo).

PARK, Yung Chul. Can East Asia emulate european economic integration? In: PECC Financial Forum Conference. **Issues and prospects for regional cooperation for financial stability and development**. Honolulu, 2002b.

PARK, Yung Chul; BAE, Kee-Hong. Financial liberalization and economic integration in East Asia. In: PECC Financial Forum Conference. **Issues and prospects for regional cooperation for financial stability and development**. Honolulu, 2002.

PARK, Yung Chul; LEE, Jong-Wha. **Recovery and sustainability in East Asia**. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2001. (NBER Working Paper, 8373).

PARK, Yung Chul; WANG, Yunjong. **Reform of the International Financial System and Institutions**. Washington, DC: International Financial Institution Advisory Commission, 2000. (Mimeo).

PINCUS, Jonathan; RAMLI, Rizal. Indonesia: From Showcase to Basket Case. **Cambridge Journal of Economics**, London, New York, Cambridge Political Economy Society, v. 22, p. 723-734, 1998.

POMERLEANO, Michael. **The East Asian crises and corporate finances: the untold micro story**. Washington, DC: World Bank, 1998.

PRATES, Daniela. **Crises financeiras dos países “emergentes”**: uma explicação heterodoxa. Campinas, SP: Instituto de Economia, 2003. (Tese de doutorado).

RADALET, Steven; SACHS, Jeffrey D. **The onset of the East asian financial crisis**. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 1998a. (NBER Working Paper, 6680).

RADALET, Steven; SACHS, Jeffrey D. **The East asian financial crisis**: diagnosis, remedies, prospects. Washington, DC: Brookings Institution, 1998b. (Brookings Papers on Economic Activity, n. 1).

RANA, Pradumma B. **Monetary and financial cooperation in East Asia**: the Chiang Mai initiative and beyond. Manila: Asia Development Bank, 2002. (ERD Working Paper, n. 6).

RODRIK, Dani. **The developing countries hazardous obsession with global integration**. Cambridge, MA: Kennedy School of Government, 2001. Disponível em: <http://ksghome.harvard.edu/~drodrik.academic.ksg/papers.html>

ROGOFF, Kenneth. **International institutions for reducing global financial instability**. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 1999. (NBER Working Paper, 7265).

SACHS, J. D. **Do we need an international lend of last resort?** Princeton: Frank D. Graham Lecture/Princeton University, 1995. (Mimeo).

SACHS, J. D. **Global capitalism: making it work**. The Economist, London: Economist Newspaper, Sept. 12th. 1998.

SACHS, J. D. **Creditor panics: causes and remedies**. [S. l.: s. n.], 1998b. (Mimeo).

SEN, Sunanda. **Growth centers in South East Asia in the era of globalization**. Geneve: United Nations, 1996. (UNCTAD Discussion Papers, n. 118).

SHAPIRO, Helen; TAYLOR, Lance. The state and industrial strategy. **World Development**, Washington, DC, World Bank, v.18, n. 6, p. 861-878, 1990.

SOROS, George. **The crises of global capitalism**. New York: Public Affairs, 1998.

STIGLITZ, J. E. **A globalização e seus malefícios**. São Paulo: Futura, 2002.

SUMMERS, L. **The right kind of IMF for a stable global financial system**. London: School of Business, 1999. (Speech to the London School of Business).

TAYLOR, John. **Sovereign debt restructuring: A U.S. perspective**. [S. l.: s. n.], 2002. Disponível em: <http://www.treas.gov/press/releases/po1016.htm>

TRUMAN, Edwin M. **Perspectives on external financial crises**. Washington, DC: Institute for International Economics, 2001. Disponível em: <http://www.iie.com/papers/truman1201.htm>

UNCTAD. **Trade and development report, 1996**. Genebra: United Nations Conference on Trade and Development, 1996.

UNCTAD. **Trade and Development Report, 1998**. Genebra: United Nations Conference on Trade and Development, 1998.

UNCTAD. **Trade and Development Report, 1999**. Genebra: United Nations Conference on Trade and Development, 1999.

UNCTAD. **Trade and Development Report, 2000**. Genebra: United Nations Conference on Trade and Development, 2000.

UNCTAD. **Trade and Development Report, 2001**. Genebra: United Nations Conference on Trade and Development, 2001.

UNCTAD. **Unctad handbook of statistics 2002 on line**. Genebra: United Nations Conference on Trade and Development. Washington, DC: United Nations, 2002. Disponível em: www.unctad.org Acesso em: jan. de 2003.

UNITED NATIONS. **Trade and Development Report (several issues)**. Genebra: United Nations Conference on Trade and Development, [s. d.].

UNDP. **Human Development Report 2003**. New York: United Nations

Development Program, 2003.

WADE, Robert. **Governing the market:** economic theory and the role of government in East asian industrialization. Princeton: Princeton University Press, 1990.

WADE, Robert. From “miracle” to cronyism: explaining the Great Asian slump. **Cambridge Journal of Economics**, New York: Cambridge Political Economy Society, v. 22, p. 693-706, 1998.

WADE, Robert; VENEROSO, Frank. The Asian crisis: the high debt model versus the Wall Street-Treasury-IMF Complex. **New Left Review**, London, n. 228, p. 3-23, 1998.

WORLD BANK. **The East asian miracle: economic growth and public policy.** New York: Oxford University, 1993.

WORLD BANK. **East Asia: the road to recovery.** Washington, DC: World Bank, 1998a.

WORLD BANK **East Asia: the road to recovery.** Washington, DC: World Bank, 1998b.

WORLD BANK. **Global development finance, 2000.** Washington, DC: World Bank, 2000.

WORLD BANK. **East Asia: recovery and beyond.** Washington, DC: World Bank, 2000b

WORLD BANK. **East Asia update.** Washington, DC: World Bank, 2001.

WORLD BANK. **World development indicators 2001.** Washington, DC: World Bank, 2001c.