

## De volta para o futuro? Crise e recuperação econômica no Pacífico Asiático\*

André Moreira Cunha\*\*

A instabilidade financeira que vem acompanhando os processos de crescente integração econômica internacional e desregulamentação dos mercados teve, na crise asiática, um ponto marcante. Isto porque os países em desenvolvimento daquela região vinham alcançando as mais consistentes taxas de crescimento da renda *per capita* da economia mundial nas últimas três décadas, em um contexto de estabilidade macroeconômica e melhoria nos indicadores sociais. Ainda que as causas e a sustentabilidade do chamado “milagre asiático” fossem objeto de discussão acadêmica, estando no centro dos debates sobre políticas para a promoção do desenvolvimento, havia uma percepção de que o Pacífico Asiático se teria descolado da trajetória de instabilidade macroeconômica e crescimento medíocre associado às demais economias periféricas (Cunha, 1997). Por isso, a crise financeira de 1997 e 1998 surpreendeu tanto os analistas internacionais, mesmo aqueles que apostavam na queda futura do ritmo de crescimento da região, dado o esgotamento da via fácil de intensa acumulação de capital (Krugman, 1994). Conforme analisado em outros trabalhos (Cunha, 1998, 1999; Cunha, Prates, 1999, 1999b), dois tipos de reação seguiram-se à crise: (a) no campo teórico, os economistas do *mainstream* passaram a trabalhar em uma terceira geração de modelos explicativos das crises cambiais, uma vez admitida a insuficiência dos modelos anteriores; (b) no plano da política, intensificou-se o debate em torno da constituição de uma nova arquitetura financeira internacional capaz de estabelecer instituições e regras de comportamento que, simultaneamente, preservassem a estabilidade e aprofundassem a integração com liberalização.

Estabeleceu-se um contorno nitidamente conservador nas proposições teóricas e de política econômica centradas na crítica ao padrão de intervenção do Estado nos mercados. Assim, antes de tudo, a crise asiática seria a comprovação da ineficiência da intervenção estatal voluntarista, marcada pela

---

\* Este texto incorpora várias reflexões que são resultados de trabalhos realizados com a Economista Daniela Prates, que, desde logo, deve ficar eximida das eventuais incorreções do autor.

\*\* Doutorando pelo Instituto de Economia da Unicamp, Professor da Unisinos e da PUCRS. E-mail: ameunha@hotmail.com

presença ativa do Estado nos mercados financeiros e na condução da política industrial. Tal confronto acentuar-se-ia na comparação com o modelo anglo-saxônico, de intervenções *market friendly*, decretado, agora em definitivo, como base da única estratégia de desenvolvimento a ser seguida pelos países emergentes. Todavia o arroubo crítico dos analistas conservadores foi sendo contido pelas evidências crescentes de que parte da crise fora provocada por posturas altamente especulativas dos investidores internacionais, associadas à desregulamentação imprudente nos países mais fortemente atingidos pela instabilidade. E, mais do que isso, a forte recuperação do crescimento em um contexto de retomada da estabilidade cambial a partir de 1999 tem se caracterizado por políticas de ajustes estruturais pró-ativas e, em muitas circunstâncias, anticíclicas.

É nesse sentido que o presente trabalho pretende avaliar a recuperação recente das economias asiáticas em crise, confrontando as análises sobre as causas da ruptura financeira e as subseqüentes proposições para a recuperação da região com o processo concreto de ajuste macroeconômico e reformas. Está dividido da seguinte forma: (a) inicia-se com uma breve recuperação das principais interpretações sobre a crise asiática, enfatizando-se as rupturas teóricas e o debate em torno da arquitetura financeira internacional; (b) a seguir, apresenta-se uma análise do ajuste macroeconômico dos países em crise, das reformas nos seus sistemas financeiros e no setor produtivo, bem como da sustentabilidade da atual reversão cíclica; (c) à guisa de conclusão, procura-se mapear algumas lições sobre o confronto entre as propostas conservadoras de política econômica e o ajuste pragmático das economias asiáticas.

## **1 - Explicações da crise, inflexões teóricas e propostas políticas**

A crise asiática tem sido um marco de inflexão nas discussões teóricas sobre as crises cambiais. Até então, os modelos convencionais trabalhavam com duas linhas de argumentação. Em uma primeira geração, os modelos canônicos de crise associavam, diretamente, a ruptura dos regimes cambiais e os movimentos de fugas de capitais com políticas fiscais frouxas. A deterioração das expectativas dos agentes detentores de ativos denominados em moeda local derivaria da percepção de que a autoridade monetária seria incapaz de sustentar o compromisso com uma certa taxa de câmbio, dada a expansão monetária corrente ou prospectiva (pela emissão de títulos públicos) enquanto resposta aos desequilíbrios fiscais. Racionalizava-se, assim, a seqüência de

crises de balanço de pagamentos dos países em desenvolvimento em meados dos anos 70 e início dos 80. Estabelecia-se, também, uma referência de políticas de prevenção, baseadas na busca de equilíbrio das contas públicas. A segunda geração de modelos canônicos de crise cambial surge como uma resposta aos ataques especulativos sobre algumas moedas européias, especialmente a libra e a lira, no início dos anos 90. Diferentemente das décadas anteriores, vivia-se em um mundo de muito maior mobilidade de capitais. Além disso, não se tratavam mais de economias periféricas com uma história de negligência fiscal e monetária. Por decorrência, procurou-se explicar as crises a partir da identificação dos dilemas de política econômica das autoridades monetárias: manter a taxa de juros elevada para sustentar o compromisso cambial *versus* rejeitar o custo recessivo derivado da primeira opção, reduzindo a taxa de juros e abandonando a paridade. Os mecanismos de formação de expectativas e, portanto, os canais de transmissão da crise tornam-se mais complexos.<sup>1</sup>

Ao contrário do que poderia ser diagnosticado pelos modelos convencionais de primeira e de segunda geração, os países asiáticos atingidos pela crise caracterizavam-se por uma trajetória consistente de crescimento e estabilidade. Percebeu-se, de imediato, que seu caso não se enquadraria nas explicações tradicionais. Diante disso, a primeira reação *ex post* dos economistas conservadores foi racionalizar a crise atacando as idiosincrasias do padrão de intervenção estatal, ou seja, o modelo asiático. Assim, em um contexto de **capitalismo de compadres**, os agentes internos e externos tomavam suas decisões de endividamento e investimento em função de uma crença de que suas posições patrimoniais seriam sustentadas pelo Estado (Corsetti, Pesseti, Roubini, 1998, Krugman, 1998). Isto distorceria os sinais de mercado, o que teria implicado decisões equivocadas de alocação de recursos. A euforia especulativa, alimentada por um crescente influxo de capitais, encontrava seu culpado último: o Estado. Apressadamente, apontou-se que a crise asiática teria reafirmado a universalidade do modelo de desenvolvimento anglo-saxônico.

Para além dessas interpretações, alguns autores convencionais passaram a argumentar que parte da instabilidade seria gerada pelo comportamento dos investidores dos países desenvolvidos, no caráter especulativo de suas carteiras fortemente alavancadas e na sua negligência em acompanhar com maior acuidade o efetivo comportamento presente e prospectivo dos fundamentos econômicos de cada país. Isto seria potencializado nos momentos de entrada e saída dos investimentos por atitudes de euforia e pânico, a partir da adoção de

---

<sup>1</sup> Para maiores detalhes, ver Cunha (1998), Cunha e Prates (1999, 1999b) e **World Economic Outlook** (1998, may, oct.).

convenções do tipo “seguir o líder”. Nessa linha, Radalet e Sachs (1998) procuraram demonstrar que os países asiáticos teriam sido vítimas do pânico de especuladores, incapazes de avaliar corretamente a sua solidez prospectiva. Assim, se, por um lado, havia problemas nítidos de liquidez externa — cujo indicador seria a razão entre a dívida externa de curto prazo e as reservas internacionais (Quadro 1) —, por outro, aqueles países seriam perfeitamente solventes no longo prazo. Caso os credores internacionais não tivessem entrado em pânico, buscando resgatar suas posições, em um típico comportamento de manada, a crise poderia ter sido amenizada com uma negociação de reescalonamento das dívidas. Por isso mesmo é que os autores criticaram a política de estabilização do FMI: juros altos só comprometeriam ainda mais a fragilidade das estruturas patrimoniais de bancos e corporações não financeiras.

Chang e Velasco (1998) formalizaram a relação entre a crise asiática e o problema da liquidez a partir da adaptação do modelo de Diamond e Dybvig sobre fugas bancárias para economias abertas num ambiente de mobilidade de capitais. Nessas economias, a iliquidez internacional resultaria da diferença entre o conjunto de obrigações reais e potenciais em divisas e a capacidade de arremeter, no curto prazo, recursos cambiais para fazer frente àqueles compromissos. A liberalização financeira e o estímulo originado da estabilidade cambial permitiram o excesso de endividamento a prazos de maturação cada vez mais curtos. Isso, somado às garantias de empréstimos em última instância pelas autoridades monetárias, criou o cenário da crise. Nesse contexto, o processo de corrida bancária é gerado por uma crise de confiança dos credores internacionais e dos intermediários financeiros. Essa crise tem um caráter de profecia auto-realizável, na medida em que a desconfiança dos investidores gera um movimento coletivo de fuga para a liquidez, devido a falhas de coordenação.

O FMI e o Banco Mundial incorporaram vários argumentos dos novos modelos nos seus últimos relatórios. O FMI tem admitido que a globalização financeira alterou a própria natureza das crises financeiras, ao ampliar a possibilidade de contágio entre regiões cujos *links* comerciais e financeiros não seriam tão significativos (Wld Econ. Outlook, 1999). O crescimento das poupanças institucionais e a proliferação de instrumentos de proteção e especulação teriam criado um duplo constrangimento: por um lado, permitiram e estimularam — pela busca dos diferenciais de rentabilidade — a integração dos mercados emergentes nas carteiras dos investidores dos países desenvolvidos; por outro, reduziram, na ótica daqueles, os *pay offs* associados à busca de informações relevantes sobre cada um dos ativos-país que compõem seus portfólios. Como desdobramento lógico, argumenta-se (Wld Econ. Outlook, 1999) que comportamentos de “seguir o líder” seriam perfeitamente racionais, mesmo que implicando ciclos de *booms and busts*.

Quadro 1

Situação institucional de alguns países asiáticos, segundo indicadores selecionados, no período pré-crise

DISCRIMINAÇÃO	INDONÉSIA	CORÉIA	MALÁSIA	FILIPINAS	TAILÂNDIA
Dívida externa/PIB	53,9%	33,5%	42,6%	56,13%	72,6%
Empréstimos de curto prazo em moeda estrangeira/reservas	2,32	3,25	0,81	1,88	1,62
Principais instituições financeiras (começo de 1997)	238 bancos (incluindo 10 bancos estrangeiros)	26 bancos comerciais, 30 <i>merchant banks</i> , 52 bancos estrangeiros	48 bancos (incluindo 13 bancos estrangeiros), 39 companhias financeiras, sete casas de descontos	53 bancos comerciais, 117 <i>thrift banks</i>	29 bancos (incluindo 14 bancos estrangeiros), 91 companhias financeiras
Taxa de adequação de capital	8% de objetivo, 87% dos bancos alcançaram	8% (objetivo), 7,25% de média efetiva	8% (objetivo), 11,4% de média efetiva	10% (objetivo), 16% de média efetiva	8,5% (objetivo), 9,81 de média efetiva
Lucratividade do setor bancário	1,2% (TRA) (1); 17% (TRC) (2)	-	1,3% (TRA) (1); 19% (TRC) (2)	-	-
Créditos em atraso e liquidação/total dos empréstimos (fim de 1997)	9%	5,8%	4,1%	4,7%	27%
Passivos externos com relação ao total dos passivos bancários	15%	55,17%	7,4%	31,5%	27,4%
Empréstimos/PIB	60%	87,3%	152%	65%	150%
Dívidas das corporações (1998)	US\$ 118 bilhões	US\$ 444 bilhões	US\$ 120,2 bilhões	...	US\$ 195,7 bilhões
Relação dívida/capital (1996)	2	3,5	1,1	...	2,4
Legislação de falências	Ultrapassada (1908)	Moderna	Moderna	Ultrapassada	Ultrapassada (1940)
Seguros de depósito	Não	Sim	Não	Sim	Não

FONTE: EAST ASIA QUARTELY BRIEF (2000). Manila : ADB/Asia Recovery Information Center, jan.

(1) TRA - taxa de retorno sobre ativos. (2) TRC - taxa de retorno sobre o capital.

Para o FMI (Wld. Econ. Outlook, 1999b), a base objetiva para as crises do tipo “profecia auto-realizável” derivar-se-ia dos seguintes fatores: (a) as redes de proteção financeira, criadas ao longo das últimas décadas, estariam diminuindo a percepção correta do risco entre os investidores; (b) as novas técnicas de gerenciamento de risco tornariam o mercado mais sensível à mudança de parâmetros-chave, ou seja, novas informações e/ou reavaliação de riscos específicos; (c) além disso, haveria um nítido aumento do prêmio de liquidez, especialmente nos momentos de maior *stress* nos mercados, o que se manifestaria no aumento das chamadas marginais; (d) os instrumentos derivativos estariam ampliando a possibilidade de alavancagem dos agentes envolvidos nas operações financeiras, sem que isso se expresse, automaticamente, nas suas posições patrimoniais. Se todos os agentes relevantes utilizam técnicas similares para compor seus portfólios e testar sua rentabilidade recorrentemente e se há um contexto de crescimento da liquidez global, riscos subavaliados e forte alavancagem das instituições financeiras e investidores, cria-se espaço para realocações dos investimentos que guardam uma baixa correlação com o movimento dos fundamentos econômicos. Da mesma forma, a crise asiática fez com que o Banco Mundial também passasse a apontar para o potencial instabilizador do ciclo recente de capitais, especialmente em países que não foram capazes de erigir bases institucionais adequadas à liberalização financeira (Wld. Develop. Rep.1999/2000, 1999).

Como se argumentou anteriormente, ao concentrar a explicação da crise em um conjunto de características do modelo de desenvolvimento dos países asiáticos, os economistas do *mainstream* e os órgãos multilaterais abriram espaço para a consolidação de uma certa agenda de políticas de ajuste, com destaque para: (a) manutenção de políticas fiscais e monetárias contracionistas como forma de restabelecer a estabilidade cambial; (b) adoção de profundas reformas institucionais que dessem mais transparência às informações patrimoniais dos agentes econômicos locais, adequando-os aos padrões internacionais de *corporate governance*; (c) aprofundamento da internacionalização, especialmente nos setores de serviços e em finanças; (d) aprimoramento dos controles sobre as instituições financeiras domésticas (Wld. Econ. Outlook, 1998, may, oct.). Com isso, a crise asiática também se tornou um ponto de inflexão no debate de proposições políticas. Ao longo de 1997 e 1998, as políticas de ajuste macroeconômico e reformas estruturais impostas pelo FMI aos países asiáticos foram alvo de severas críticas, pois, segundo vários autores, incluindo economistas do *mainstream*<sup>2</sup>, teriam contribuído para o agravamento da crise financeira da região. A contundência

---

<sup>2</sup> No plano do *mainstream*, Jeffrey Sachs e Stiglitz foram os autores que mais aprofundaram sua crítica ao FMI. Ver, também, UNCTAD (Trade Develop. Rep.,1998) e Cunha e Prates (1999) para uma referência heterodoxa.

com que essa crise afetou economias aparentemente sólidas e a rapidez do efeito contágio, atingindo os mercados emergentes e os países industrializados, abriram espaço para um crescente questionamento da desregulamentação dos mercados financeiros (White, 2000).<sup>3</sup>

O aprofundamento da instabilidade a partir das crises russa e brasileira e da falência do fundo americano Long Term Capital Management acelerou as discussões sobre reformas no sistema financeiro internacional. Foram criadas comissões especiais, formadas por representantes de órgãos multilaterais, governos nacionais e agentes relevantes, para avaliar essa situação e estabelecer novos parâmetros balizadores para as políticas macroeconômicas e reformas estruturais, bem como para as decisões dos agentes privados e das instituições financeiras. Assim, o Financial Stability Forum e o Financial Sector Liaison Committee vieram somar esforços ao Comitê de Supervisão Bancária da Basileia e às instituições multilaterais na definição das normas de *good practice* das gestões bancária e corporativa. Nesse mesmo contexto, o último relatório anual do FMI (Wld Econ. Outlook, 1999b) traz um conjunto de seis propostas para o fortalecimento da arquitetura financeira internacional: (a) a promoção de uma maior transparência das informações econômicas, através da uniformização de códigos de conduta e do aperfeiçoamento do Special Data Dissemination Standard (SDDS), (b) o fortalecimento dos mecanismos domésticos de supervisão das instituições financeiras; (c) adequação da seqüência de abertura da conta capital, onde se admite a validade de controles temporários sobre a entrada de capitais sempre que as instituições de supervisão financeira não estiverem ainda maduras para minimizar os efeitos da volatilidade; (d) o estímulo para que os agentes privados participem da prevenção e dos ajustes pós-crise, de modo a

---

<sup>3</sup> Tornaram-se notórias as divergências nos corredores do Banco Mundial, onde o então Economista-Chefe e Vice-Presidente, Joseph Stiglitz, passou a criticar, de forma cada vez mais enfática, a liberalização financeira e os efeitos distributivos assimétricos do processo de globalização. Em sua crítica ao Consenso de Washington, esse autor enfatiza a necessidade de o desenvolvimento nacional ser “sustentável, igualitário e democrático” (Stiglitz, 1998b) e procura avançar com relação às proposições mais convencionais: defende o fortalecimento da institucionalidade financeira dos países em desenvolvimento — com o aperfeiçoamento da regulamentação financeira — e políticas que facilitem a transferência de tecnologia e estimulem a transparência, etc., porém de forma associada a uma redução da liberdade dos fluxos internacionais de capitais de curto prazo. Krugman fez um duplo movimento de recuo: além de reconhecer, no plano teórico, a insuficiência de sua análise inicial da crise asiática (Krugman, 1998), no plano político, esse autor admite que, em algumas circunstâncias, como no caso da Malásia, os controles de capitais são necessários, já que a instabilidade financeira internacional é constitutiva do processo de globalização (Krugman, 1999b), especialmente em um mundo que, por não ser mais bipolar, deu margem ao enfraquecimento de políticas reguladoras e compensatórias.

evitar o **risco moral** associado aos pacotes de socorro das agências multilaterais e dos governos, o que poderia se dar pelo reescalonamento de dívidas, pela criação de linhas privadas de crédito contingencial, etc.; (e) a ênfase na adoção de políticas cambiais compatíveis com a situação macroeconômica doméstica, onde se alerta para o fato de que os regimes de câmbio fixo podem estimular o excesso de endividamento externo e a subestimação do risco cambial, ao passo que o câmbio flexível, ainda que minimize esses problemas, não evita a tomada excessiva de risco; (f) por fim, destaca-se a criação, pelo Fundo, de uma linha de crédito contingencial para países com uma situação macroeconômica saudável, mas passíveis de serem instabilizados pelo efeito contágio de crises externas.

Note-se que essas propostas derivam, diretamente, das avaliações sobre as causas da crise asiática em suas diversas correntes explicativas. Assim, se o que detonou a crise foi o excesso de assunção de risco por agentes externos que tomaram decisões com informações incompletas, propõem-se mecanismos de transparência e de uniformização na disseminação das informações relevantes e de redução do risco moral, como a participação dos bancos no ajuste pós-crise e em sua prevenção e a adoção de políticas cambiais pragmáticas. Se a causa é a liberalização financeira em um contexto de baixo desenvolvimento das instituições domésticas, públicas (de regulação financeira) e privadas (de *corporate governance*), estimulam-se reformas estruturais capazes de, também, homogeneizar os parâmetros institucionais. Não é à toa que o acesso à linha de crédito contingencial do FMI passa não somente pelo bom comportamento dos fundamentos econômicos, como pela adoção das normas de *good practice*, entendidas pelo Fundo como sendo as mais adequadas. O Banco Mundial (Wld. Develop. Rep. 1999/2000, 1999) enfatiza, ainda, a necessidade de adequar a seqüência de liberalização financeira às capacidades institucionais locais, o que implica o aperfeiçoamento da regulação dos sistemas financeiros. Só isso garantiria a estabilidade necessária à absorção dos recursos externos; considera necessária uma avaliação hierarquizada dos tipos de capitais, onde os investimentos diretos externos deveriam ser priorizados pelos mercados emergentes. Para tanto, sugere a adoção de políticas para a manutenção de um ambiente econômico saudável. Em sua leitura atual, isso se traduz nos investimentos em capital humano, na eliminação das distorções nos mercados domésticos, na liberalização comercial e no estabelecimento de um regime estável de direitos e deveres para os investidores. Este último aspecto reflete a necessidade de garantir um padrão mínimo de eficiência distributiva nos serviços derivados da privatização de empresas públicas, bem como de adesão às regras comerciais parametrizadas pela Organização Mundial do Comércio (OMC). Por fim, o destaque recai na defesa de ações preventivas coletivas através da adoção de redes internacionais (especialmente de caráter regional) para monitorar a regulação financeira, agindo em prol da prevenção e da resolução das crises.

## 2 - Os limites da recuperação

O ano de 1999 foi marcado por uma significativa reversão cíclica nos países mais atingidos pela crise financeira. Conforme se pode verificar nas tabelas do Anexo, Coréia do Sul, Malásia, Tailândia, Filipinas e Indonésia tiveram taxas positivas de crescimento em um contexto de redução nos juros, retomada dos investimentos nos mercados acionários e relativa estabilidade cambial. Os Estados nacionais têm desempenhado um papel ativo nessa recuperação, através do aumento do consumo público, dado que os demais componentes da demanda agregada, especialmente o consumo privado e os investimentos, se mostravam ainda fragilizados — com exceção da Coréia. A recuperação comercial externa deu-se, inicialmente, mais por uma forte contração das importações. Em alguns casos, as exportações caíram em 1998, retomando algum dinamismo somente em 1999. Verificou-se, também, uma melhoria no perfil do financiamento externo, com uma redução dos indicadores de endividamento/PIB e maior peso dos capitais privados de longo prazo (IDE) *vis-à-vis* aos de curto prazo (portfólio). O crédito doméstico tem se recuperado, bem como as reservas internacionais.

O Banco Asiático de Desenvolvimento (East Asia Quart. Brief, 2000) destaca os seguintes elementos na recuperação das economias mais fortemente atingidas pela crise financeira: (a) o ajuste macroeconômico contracionista nos meses imediatamente subseqüentes à crise teria criado as condições para o equilíbrio das contas externas — expresso na melhoria dos resultados em conta corrente — e uma adequação do nível de investimentos (em queda) com relação ao volume de poupança doméstica; (b) após a estabilização das taxas de câmbio, as políticas fiscal e monetária passaram a ser expansionistas, o que se deu a partir do terceiro e quarto semestres de 1998, tendo continuidade ao longo de 1999 (Tabelas 1 a 5 do Anexo); (c) as reformas estruturais e o ajuste do sistema financeiro estariam sendo percebidos positivamente pelos investidores internos e externos, dado o aprimoramento da legislação sobre falências, padrões contábeis e proteção dos acionistas minoritários, ou seja, do *corporate governance*; (d) a melhora conjunta do desempenho econômico da região — onde se destaca a recuperação, ainda tímida, da economia japonesa — tem auxiliado na dinamização dos canais regionais de comércio, que se aprofundaram nos anos 80 e 90, configurando um padrão de forte interdependência cíclica.<sup>4</sup> Ainda assim, o Banco destaca que não houve uma reversão significativa do quadro de deterioração social. A pobreza absoluta teria crescido dois ou três

---

<sup>4</sup> Sobre os *linkages* comerciais regionais no Pacífico Asiático, ver Cunha (1998).

pontos percentuais na Indonésia e na Tailândia, em 1998. Na Coréia, a pobreza no setor urbano cresceu 10 pontos percentuais em 1998. Houve queda generalizada no consumo privado (Anexo), que, todavia, foi menos intensa do que o prognosticado inicialmente, devido à melhoria nos preços relativos dos *tradables* do setor agrícola, ao nível elevado de poupança familiar e aos programas governamentais.<sup>5</sup> O desemprego caiu em todos os países, porém o padrão

<sup>5</sup> Na **Coréia**, destacam-se os seguintes programas: (a) **seguro-desemprego**, que atinge trabalhadores de empresas de qualquer porte, temporários e diaristas; em janeiro de 1998, atendia a 5,7 milhões de trabalhadores, chegando a 8,7 milhões no final do ano; em março de 1999, atingia 10% da força de trabalho; (b) **emprego público** em frentes de trabalho, lançado em maio de 1998 para atender a 76 mil trabalhadores, tendo atingido 437 mil em janeiro de 1999; (c) **renda garantida**, visando contemplar 750 mil beneficiários, e **penções** para idosos necessitados (660 mil pessoas); (d) **assistência à mulher**, especialmente às chefes de família, através de programas de treinamento, emprego público e subsídios salariais a empresas que contratarem mulheres. Além disso, uma nova legislação de garantia de um padrão mínimo de vida entrará em vigor em outubro do ano 2000, beneficiando dois milhões de pessoas que estão abaixo da linha de pobreza (o Governo será responsável por cobrir gastos com alimentação, educação e moradia). Haverá, ainda, redução na tributação sobre a renda e o aumento nos limites de dedução de gastos com saúde e educação. Na **Indonésia**, a queda no preço dos alimentos tem sido o componente crucial de alívio da pobreza (tendência que iniciou a partir do segundo semestre de 1998), ainda que o preço do arroz, principal produto da cesta básica, tenha tido um incremento acumulado de 180% entre fevereiro de 1996 e fevereiro de 1999, contra 80% dos itens não alimentícios que compõem o IPC local. O Governo não tem sido capaz de sustentar os gastos em educação e saúde (Tabela 1 do Anexo), ainda que tenha anunciado prioridades para programas de segurança alimentar, expansão das oportunidades de emprego e renda, e preservação do acesso aos serviços sociais básicos. A **Malásia** tem preservado seus gastos em educação e saúde, além de priorizar o estímulo à demanda doméstica via corte de impostos (1%), elevação do nível de renda mínima tributável e aumento dos salários dos servidores públicos (10%). Além disso, tem aumentado o subsídio ao ensino superior (60%), reduzido tarifas de importação de alimentos (42 categorias), ampliado os subsídios (via crescimento de 25% em dotações orçamentárias) para a erradicação da pobreza e disseminado centros de consultoria técnica. Na **Tailândia**, a migração rural-urbana, associada à redução dos gastos familiares com bens de luxo e manutenção dos gastos com os essenciais, tem funcionado como mecanismo de equilíbrio aos efeitos deletérios da crise. Em 1999, o Governo alocou US\$ 2,7 bilhões para programas setoriais de estímulo ao consumo e investimento, o que beneficiou 89 mil trabalhadores qualificados e mais de 4,5 milhões de trabalhadores não qualificados (através de atividades intensivas em trabalho). Há programas para beneficiar o meio rural (30 mil agricultores), idosos (82 mil) e alimentação escolar (415 mil crianças). Recursos orçamentários da ordem de US\$ 174 milhões foram alocados para atender a comunidades locais através da aplicação na manutenção da infra-estrutura da rede de ensino. Por fim, nas **Filipinas**, diferentemente da Coréia, tem se verificado uma redução mais significativa da pobreza urbana. Programas de reforma agrária e controle da natalidade têm sido bem-sucedidos, além do que se sustentou o volume de gastos em educação e saúde (Tabela 4 do Anexo). Ainda assim, não está descartada a necessidade de compressão daqueles, dadas as crescentes preocupações com a situação fiscal em deterioração (East Asia Quart. Brief, 2000, Asia Recovery Rep., 2000).

de ajuste de salários e emprego foi distinto entre os mais desenvolvidos (Coréia) e os mais pobres.<sup>6</sup>

Com diferentes ênfases, os diversos analistas que se debruçaram sobre o caso asiático concordam que a fragilidade das instituições financeiras e não financeiras locais, bem como da regulação pública, contribuiu para a eclosão da crise. É o que está representado no Quadro 1, onde se mostram indicadores patrimoniais de bancos e corporações e aspectos institucionais. É interessante destacar o forte endividamento do sistema financeiro — especialmente em cambiais — e das corporações. E isto com marcos institucionais que não eram propícios à agilização da resolução de contenciosos entre partes litigiosas de contratos comerciais e financeiros, expressos em legislações de falências pouco adequadas, inexistência de mecanismos explícitos de cobertura de depósitos, etc. Não é surpreendente, portanto, que os últimos três anos tenham se caracterizado pela adoção de um conjunto expressivo de mudanças institucionais. Estas têm se dividido em duas frentes: (a) busca de saneamento do sistema financeiro, através da limpeza dos ativos das instituições financeiras, especialmente os bancos; (b) busca de eficiência e racionalização nos processos de transferências de ativos e renegociação de dívidas do setor não financeiro.

Conforme se vê nos Quadros 2 e 3, no momento imediato pós-crise, os governos locais injetaram um montante expressivo de recursos no sistema financeiro, como forma de garantir liquidez em um quadro típico de crise bancária. Seguiu-se um processo de mais longo prazo, marcado pelo fechamento de instituições e reordenamento patrimonial. Foram criadas companhias especiais para o gerenciamento de ativos (CGAs), que, com recursos fiscais, vêm comprando ativos de difícil recuperação, auxiliando na capitalização das instituições mais frágeis,

---

<sup>6</sup> Na Coréia, o desemprego atingiu um pico de 9% no começo de 1999, caindo para 6,5% no segundo trimestre daquele ano. Ainda assim, esse nível de desemprego mostra-se comprometedor do quadro social, pois concentra-se nas camadas mais desqualificadas de trabalhadores, agravando a pobreza urbana, em um contexto onde as redes de proteção ainda são insuficientes. Nos países de menor renda, como no caso da Tailândia e da Indonésia, esse efeito tem sido contrabalançado pela migração para as zonas rurais. Além disso, o Banco Asiático de Desenvolvimento (East Asia Quart. Brief, 2000) destaca que a recessão tem sido suavizada pela ação de políticas governamentais e pela mudança de preços relativos, onde se verifica que: (a) o perfil de distribuição de renda teria melhorado na Indonésia e na Malásia, com uma estabilização do quadro de deterioração pós-crise na Coréia e na Tailândia; na Coréia, a redução na demanda por trabalho ter-se-ia traduzido mais na queda real dos salários do que em desemprego; (b) mantiveram-se, para o conjunto dos países em crise, relativamente estáveis as matrículas no ensino primário, com queda no secundário; (c) já os gastos com saúde caíram 10% entre 1997 e 1998; (d) as redes de proteção social estariam ampliando-se na Coréia, na Tailândia e na Indonésia, puxadas pela expansão fiscal, a partir do segundo semestre de 1998 (tabelas do Anexo).

através da limpeza dos seus balanços. Na Indonésia, na Coréia e na Malásia, a inadimplência é bem menor, quando excluídos os ativos que já foram transferidos para as CGAs (Quadro 2). Estimularam-se fusões, incorporações e venda de bancos e outras instituições financeiras. No caso da Coréia, houve nacionalização dos principais bancos. Criaram-se fundos de recapitalização e flexibilizou-se a participação estrangeira no setor, ainda que, na prática, a reestruturação venha sendo conduzida de modo a evitar uma desnacionalização muito intensa.

Quadro 2

Reestruturação do sistema financeiro em países selecionados da Ásia

DISCRIMINAÇÃO	INDONÉSIA	CORÉIA	MALÁSIA	TAILÂNDIA
Suporte de liquidez - resposta inicial à crise	US\$ 21,7 bilhões (17,6% do PIB)	US\$ 23,3 bilhões (5% do PIB)	US\$ 9,2 bilhões (13% do PIB)	US\$ 24,1 bilhões (20% do PIB)
Inadimplência (1) (%)	31,4 (09.99)	17,9 (05.99)	19,4 (05.99)	47,1 (07.99)
Inadimplência depois da transferência de ativos para as instituições especializadas (%)	12,4	11,3	12,4	47,1
Fechamento de bancos	66 de 237	Nenhum	Nenhum	1 de 15
Fechamento de outras instituições financeiras	-	117	Nenhuma	57 de 91
Fusões de instituições financeiras	4 dos 7 bancos estatais	11 de 26, absorvidos por outros bancos	58 deverão ser fundidos, ainda sem especificação, até dez./2000	3 bancos e 12 companhias financeiras
Fundos públicos para recapitalização	US\$ 26,7 bilhões	O governo injetou US\$ 36 bilhões em 9 bancos comerciais; agora o Estado controla 90% de 5 dos seis maiores bancos	Danamodal injetou US\$ 1,6 bilhão em 10 instituições	Programa em curso. O Governo injetou US\$ 8,9 bilhões nos bancos privados e US\$ 11,7 bilhões nos bancos públicos
Propriedade majoritária de estrangeiros	Permitido; 1 pedido	Permitido; 2 anunciados e 1 pedido	Não é permitido	Permitido, mas não para operações com moeda local
Instituições frágeis que permanecem no sistema	Muitos bancos comerciais	Muitas instituições financeiras não bancárias	Dados imprecisos	Muitos bancos e instituições financeiras não bancárias

FONTE: EAST ASIA QUARTELY BRIEF (2000). Manila : ADB/Asia Recovery Information Center, jan.

(1) Engloba todo o sistema financeiro, contabilizando os ativos transferidos. Tailândia: só os bancos comerciais.

Quadro 3

Arranjos institucionais pós-crise em países asiáticos selecionados

DISCRIMINAÇÃO	INDONÉSIA	CORÉIA	MALÁSIA	TAILÂNDIA
Garantia dos depósitos	Explicitamente sem limites (jan./98)	Explicitamente sem limites e incondicional (nov./97)	Explicitamente sem limites (jan./98)	Explicitamente sem limites (ago./97)
Papel do Banco Central	Independente, nova lei do Banco Central em 1999, Agência de Supervisão, Injeção direta de capital em IFs com problemas	Agência de Supervisão; independente até 1998, quando a FSC assumiu essas funções	Vinculado ao Ministério das Finanças; Agência de Supervisão; <i>funding</i> para a Danamodal realizar recapitalizações	Independente; nova legislação em aprovação; Agência de Supervisão; contribuição indireta de capital via FIDF
Ministério das Finanças – responsabilidades	Política fiscal	Política fiscal	Política fiscal	Política fiscal
Autoridade responsável pela reestruturação	IBRA	FSS	Banco Negara	Banco da Tailândia, FRA
Gerenciamento dos ativos	Unidade interna à IBRA	KAMCO	Danaharta, agência independente para créditos improdutivos com valores acima de RM 5 milhões (o que engloba mais de 70% dos créditos improdutivos)	Unidade interna à FRA, para ativos podres das companhias financeiras. Banco Radanasin para os ativos de boa qualidade
Recapitalização	Direto do Banco da Indonésia ou via IBRA; recursos privados	Através da Companhia Coreana de Seguro de Depósito (KDIC)	Danamodal; recursos privados	Banco da Tailândia, via FIDF; recursos privados
Reestruturação das corporações	Iniciativa de Jakarta, para acordos fora dos trâmites judiciais Acordo de Frankfurt para as dívidas com bancos estrangeiros INDRA – esquema de garantia de acesso à cambiais	Ênfase nos acordos voluntários fora dos tribunais. Comitê de Coordenação da Reestruturação das Corporações para avaliar casos especiais	CDRC – para reestruturação de dívidas, fora dos tribunais, que envolvam pelo menos três bancos e valores superiores a RM 50 milhões	CDRAC – reestruturação de dívidas fora dos tribunais
Outros	Auditoria dos bancos conduzida por empresas internacionais de auditoria	-	Comitês de Credores, fundos especiais para empresas de pequeno e médio portes Bancos de investimento estrangeiro atuam como conselheiros do Danaharta	Fundos especiais para empresas de pequeno e médio portes

O Quadro 3 fornece alguns detalhes dos ajustes institucionais pós-crise. Os governos procuraram tornar explícitos os mecanismos de seguro de depósito e da promoção de reformas nas autoridades monetárias. Foi redefinido o papel dos Bancos Centrais, com a criação ou a remodelação de agências independentes para a supervisão financeira. O nexa entre o ajuste das instituições financeiras e a reestruturação das corporações passa pela complexa teia de participações patrimoniais cruzadas e de dívidas (Quadro 1). Nesse sentido, os governos locais têm procurado criar mecanismos para agilizar a resolução de conflitos credor-devedor, o que passa por se evitar o contencioso judicial. Isto se dá pelo estímulo à livre negociação entre as partes, em um modelo próximo ao das Regras de Londres, ou pela intermediação do Estado, que procura minimizar as falhas de coordenação inerentes à pulverização dos agentes envolvidos — caso típico da Indonésia, onde o Acordo de Frankfurt foi necessário, dada a existência de muitos credores estrangeiros (Stone, 1998). O importante a reter é que, em situações estratégicas, que envolvam empresas de grande porte ou volume de recursos significativos e, assim, os interesses de instituições financeiras, Estado e trabalhadores, os governos têm procurado agir explicitamente no sentido de minimizar os conflitos entre as partes. E, mais do que isso, têm ditado o ritmo do ajuste. Exatamente por isso é que são recorrentes as críticas externas à lentidão do ajuste estrutural, especialmente no setor não financeiro (Asia Recovery Rep., 2000, Claessens, Djankov, Klingebiel, 1999). Parece legítimo raciocinar que essa temporalidade está associada a uma estratégia de se evitar a queima de ativos e/ou desnacionalizações que vão além da busca de aportes financeiros, gerenciais e tecnológicos.

Veja-se agora, com um maior detalhamento, o andamento do ajuste em cada um dos países mais atingidos pela crise. A Coréia tem apresentado a recuperação mais impressionante. Estima-se que, em 1999, o PIB tenha crescido mais do que 10%, a partir de um vigoroso crescimento da indústria, que vem se expandindo a taxas superiores a 20% ao ano, além de uma surpreendente retomada dos investimentos, que têm crescido a taxas anualizadas acima de 30%.<sup>7</sup> Em paralelo a isso, ocorrem profundas reformas nos sistemas financeiro e corporativo. Na avaliação do Banco Asiático de Desenvolvimento (East Asia Quart. Brief, 2000), o Governo tem liderado ativamente esse processo. Do ponto de vista da regulação do sistema financeiro, foi tentado, simultaneamente, minimizar a fragmentação institucional e adequar as regras gerais às *best practices*

---

<sup>7</sup> Dados referentes ao segundo semestre de 1999 (East Asia Quart. Brief, 2000). Ver Tabela 2 do Anexo.

internacionais. Para equacionar esse problema, no começo de 1998 foi criada a Financial Supervisory Commission (FSC), que, posteriormente, passou a denominar-se Financial Supervisory Services (FSS), uma agência com autonomia operacional, responsável pela concessão de licenças e supervisionamento do sistema financeiro. Além disso, ampliaram-se os poderes da Korean Asset Management Company (KAMCO), uma agência especial voltada para a aquisição e o gerenciamento de ativos problemáticos das instituições financeiras. Ela compra dos bancos os ativos de difícil recuperação, melhorando a situação patrimonial daqueles, para, posteriormente, tentar revendê-los ao melhor preço possível. O *funding* da KAMCO provém da emissão de títulos governamentais, que são repassados às instituições financeiras. Estas, por sua vez, podem vender esses títulos — que têm prazos de maturação entre três e sete anos — ao Banco da Coreia e ao setor privado. A utilização desses fundos públicos para a capitalização fica a cargo da Korean Deposit Insurance Corporation (KDIC), que, assim, troca títulos por parte do capital dos bancos. A reestruturação do setor privado, especialmente dos cinco maiores conglomerados, tem sido diretamente controlada pelo Governo, através do Corporate Restructuring Coordination Committee (CRCC), e com a intervenção direta do FSS, na medida em que envolve a renegociação de dívidas junto ao sistema financeiro.

Assim, dos 26 bancos comerciais que existiam no final de 1997 (Quadro 1), dois foram nacionalizados, cinco foram compulsoriamente incorporados a instituições mais fortes e sete estão sendo orientados para futuras fusões, tendo recebido aportes de recursos públicos com contrapartida em ações com direito a voto. No final de 1998, 50% do capital do sistema bancário pertencia ao Estado. O Korea First Bank, o Seoul Bank, o Cho Hung Bank e o Hanvit Bank possuem, atualmente, mais de 90% de participação estatal. A utilização de fundos públicos via KAMCO e KDIC tem melhorado a situação patrimonial dos bancos. As taxas de adequação de capital, que, em média, estavam em 8,23% no final de 1998, subiram para 9,84% no final do primeiro semestre de 1999. Todavia o futuro do equilíbrio patrimonial do sistema bancário coreano, bem como de parte significativa de sua estrutura produtiva, depende, crucialmente, do equacionamento das dívidas do grupo Daewoo, estimadas em US\$ 54 bilhões. A complexidade desse caso é exemplar, pois envolve mais de 100 empresas individuais — localizadas em 65 países — e 200 credores estrangeiros. O Governo tem atuado diretamente na tentativa de solução dos impasses criados pela crise do Daewoo, especialmente pela provisão de liquidez nos mercados secundários. Não se descarta a possibilidade de que o Estado compre parte dos passivos do grupo, especialmente os detidos por credores estrangeiros (East Asia Quart. Brief, 2000). Foram injetados recursos públicos para equilibrar as companhias de investimento, que, antes da crise, participavam

com 7,7% dos ativos do sistema financeiro, chegando, no final de junho de 1999, a 11,8%.<sup>8</sup>

Os cinco principais *chaebols* (Hyundai, Samsung, LG, SK e Daewoo) estão implementando processos de reestruturação sob monitoramento do Estado. Os Planos de Melhoria das Estruturas de Capital (PMEC) vêm sendo implementados. Excetuando-se o Daewoo, foram levantados US\$ 24 bilhões através de venda de ativos (40%)<sup>9</sup> e emissão de títulos (60%). Espera-se que, em conjunto, os níveis de dívida com relação ao capital fiquem próximos a 200%. A FSS está acompanhando os PMECs das demais grandes corporações. Há 79 empresas, pertencentes a esses grupos, que têm planos de reestruturar dívidas da ordem de 34,9 trilhões de won, onde os credores concordaram em reduzir juros e trocar seus créditos por capital daquelas. Dos acordos já realizados, foram obtidos 9,3 trilhões de won — 53% com a venda de ativos, 18% com aporte de capital estrangeiro, inclusive por venda de ativos, e o restante com outras operações —, equivalendo a 23% do total de dívidas (East Asia Quart. Brief, 2000). Vê-se, portanto, que, até agora, o peso da participação estrangeira na reestruturação corporativa tem sido marginal.

O processo de ajuste estrutural na Malásia também é marcado por uma forte presença do Estado (Asia Recovery Rep., 2000, Claessens, Djankov, Klingebiel, 1999). No início de 1998, foram criadas duas agências independentes para coordenar a reestruturação financeira. A Danaharta, responsável pela aquisição e pelo gerenciamento de ativos problemáticos dos bancos, e a Danamodal, para capitalizar instituições financeiras ilíquidas, mas solventes no longo prazo. Equivaleriam, respectivamente, à KAMCO e à KDIC coreanas. Essas agências também são financiadas por títulos emitidos e garantidos pelo Governo malaio e por poupanças compulsórias.<sup>10</sup> Assim como na Coreia, a Malásia

---

<sup>8</sup> Tem havido um crescimento significativo da intermediação via instituições não financeiras. O Governo tem procurado redefinir parâmetros legais de regulação desse segmento. Há uma preocupação com o crescimento da influência dos *chaebols*, dado que grupos como a Samsung e a Hyundai já possuem empresas de seguro de vida e participam ativamente da reestruturação do segmento de poupanças institucionalizadas (East Asia Quart. Brief, 2000).

<sup>9</sup> A Hyundai adquiriu a Kia e a divisão de semicondutores da LG, porém, para cumprir as metas do PMCE, deverá desinvestir 13 companhias afiliadas. A Samsung tem realizado suas metas de desinvestimento e captação de capital (East Asia Quart. Brief, 2000).

<sup>10</sup> A Danaharta recebe recursos diretamente do governo e do Fundo de Previdência dos Trabalhadores (FPT). A Danamodal faz operações financeiras de *swaps* de títulos públicos garantidos, mas de cupom zero, por ativos em atraso e liquidação dos bancos. A Danaharta arbitra a maturidade dos vencimentos de modo a compatibilizá-los com o fluxo de caixa dos bancos. Ao trocar ativos improdutivos por ativos sem risco, pretende-se minimizar o racionamento de crédito por parte dos bancos. Os custos fiscais dessas operações serão minimizados, caso a posterior realização ocorra, e aos melhores preços possíveis (Asia Recovery Rep., 2000).

criou o Corporate Debt Restructuring Committee (CDRC) para facilitar as resoluções de conflito entre devedores (corporações) e credores (bancos). Estabeleceram-se regras procedimentais para a ordenação das negociações. Todavia não existem mecanismos de punição aos infratores. Ainda assim, até novembro de 1999, havia registro de 65 companhias em processo de reestruturação de dívidas, das quais 15 já haviam completado as negociações, oito estavam sob a intervenção da Danaharta e, das restantes, 27 seguiam em negociação e 15 tiveram seus pedidos rejeitados.

Com um sistema financeiro fortemente fragmentado e uma profunda crise econômica e social, o ajuste estrutural da Indonésia demandou um alto grau de intervenção estatal (Asia Recovery Rep., 2000). Em 1998, criou-se a Indonesian Bank Restructuring Authority,<sup>11</sup> sob o controle hierárquico do Ministério das Finanças, para adquirir e reestruturar os ativos improdutivos e ordenar as negociações de dívidas entre os setores financeiro e não financeiro. Em setembro de 1998, foi lançado um plano de reforma dos bancos, visando melhorar os parâmetros financeiros, onde somente as instituições com taxas de adequação de capital acima de 4% poderiam permanecer funcionando. Abaixo de -25%, as instituições seriam automaticamente fechadas. No intervalo, a sobrevivência e a capitalização dos bancos dependeriam da viabilidade dos seus planos de reestruturação e da qualidade gerencial. Além disso, a nova legislação de falência e as regras de supervisão financeiras têm sido formatadas em linhas com as prescrições dos órgãos multilaterais. O ajuste do setor privado não financeiro tem sido mais próximo ao padrão de livre negociação entre as partes, onde o Estado busca, através da Iniciativa de Jacarta, facilitar os acordos não litigiosos.<sup>12</sup> Por outro lado, a negociação com os credores externos foi facilitada por duas iniciativas públicas: (a) o Acordo de Frankfurt, que facilita a negociação direta entre os credores estrangeiros e os agentes locais; (b) e a criação da Indonesian Debt Restructuring Agency (INDRA), que tem garantido o acesso de divisas às empresas endividadas. A agência para gerenciamento de ativos da IBRA possuía, em meados de 1999, ativos de mais de 200 empresas de diversos setores da economia (East Asia Quart. Brief, 2000).

A Tailândia lançou mão do Financial Institutions Development Fund (FIDF) para prover liquidez ao sistema financeiro, ao mesmo tempo em que o Governo

---

<sup>11</sup> A Indonesian Bank Restructuring Authority (IBRA) está conduzindo a reestruturação de 12 bancos, procurando capitalizar os bancos estatais — Mandiri, BNI, BRI e BTN (East Asia Quart. Brief, 2000).

<sup>12</sup> Existem 323 casos registrados pela força-tarefa da Iniciativa de Jacarta, envolvendo dívidas de US\$ 23,4 bilhões (East Asia Quart. Brief, 2000).

fechava as instituições mais problemáticas, recapitalizava os bancos estatais e, através do Banco Central, assumia a gestão de inúmeros bancos. Utilizaram-se fundos públicos para a injeção de recursos, porém, ao contrário dos demais países, onde a intervenção estatal foi mais explícita, foi permitida a constituição de agências privadas para a reestruturação de ativos problemáticos.<sup>13</sup> Todavia a legislação de regulação financeira foi alterada e promulgada uma nova lei de falências. O Governo tem incentivado mecanismos voluntários de acordo de dívidas, especialmente pela criação da Corporate Debt Restructuring Advisory Committee (CDRAC)<sup>14</sup> e incentivos tributários para acelerar as negociações. Até porque, na medida em que mais de dois terços das dívidas corporativas são de empresas de pequeno e médio portes, se torna difícil a centralização do processo (Asia Recovery Rep., 2000).

Por fim, na visão do Banco de Desenvolvimento Asiático (Asia Recovery Rep., 2000), o caso das Filipinas seria um pouco diferente dos demais, na medida em que o processo de liberação financeira teria sido precedido por medidas de fortalecimento institucional. O Banco Central respondeu à crise com um forte suporte de liquidez, sem que tenha sido alterado profundamente o marco institucional. O aumento da inadimplência foi encarado como uma questão de gestão privada dos bancos sobre a qualidade do seu ativo. Todavia o Banco avalia que os mecanismos de supervisão e prevenção ainda seriam insuficientes.

É importante perceber que o núcleo das reformas estruturais dos países que foram mais fortemente atingidos pela crise está na busca do equilíbrio da situação patrimonial das instituições financeiras e das não financeiras. Ou, mais especificamente, trata-se de remodelar o padrão de financiamento dessas economias. Se, por um lado, tem se verificado um crescimento na oferta de crédito, em contrapartida ao reaquecimento no lado real — produção, investimento e exportações (Tabelas 1 a 5 do Anexo) —, por outro, a situação ainda frágil dos sistemas financeiros locais, associada à pressão externa por um aprofundamento da liberalização financeira, sinaliza a necessidade de cautela. O afrouxamento das políticas fiscal e monetária foi crucial para a reversão cíclica. Isto melhorou o financiamento no *front* externo, ainda que tenha colaborado para uma deterio-

---

<sup>13</sup> Bancos como o Bangkok Bank, o Thai Farmer's Bank e o Siam Commercial's Bank criaram suas próprias companhias de gestão de ativos improdutivos, o que auxilia na limpeza dos balanços individuais (East Asia Quart. Brief, 2000).

<sup>14</sup> A CDRCA tem registrado 721 casos de reestruturação de dívidas de 1,5 trilhão de baths. Desse total, 157 casos (29% do valor da dívidas) já foram completados, 291 (33% das dívidas) estão em processo de negociação, 213 casos (27%) estão nos tribunais, e os 60 casos restantes (11%) não estão cobertos pelas vantagens da nova legislação de apoio à resolução de dívidas (East Asia Quart. Brief, 2000).

ração nas contas públicas. Todavia este último elemento não se traduziu em instabilidade monetária, nos moldes das economias latinas na seqüência da crise da dívida dos anos 80. Portanto, as economias asiáticas puderam ganhar tempo e, mais do que isso, maiores graus de liberdade para conduzir as reformas estruturais, conforme o ritmo ditado por suas especificidades. Este será o grande desafio para a sustentabilidade da recuperação no longo prazo, ou seja, a capacidade de conciliar os requisitos institucionais homogeneizantes impostos pelas instituições multilaterais (Cunha, Prates, 1999, 1999b) com a preservação do pragmatismo político e dos ativos locais construídos nas últimas décadas.

### **3 - Considerações finais: de volta para qual futuro?**

No auge da crise, Krugman (1998b) anunciava que as economias asiáticas iriam passar por um ciclo de desnacionalização, motivado pela compra dos ativos das empresas locais por estrangeiros. A queda das moedas nacionais abriria a temporada de “liquidação” para os investidores internacionais. Essa postura sintetiza a visão conservadora de que os países asiáticos enfim se curvaram às forças da globalização pelo desmonte de suas corporações, pela internacionalização do sistema financeiro e pela redução da intervenção do Estado sobre as forças de mercado. De fato, as políticas de ajuste sugeridas pelos órgãos multilaterais e que se tornaram elementos condicionantes ao acesso dos seus recursos sinalizam nesse sentido. Porém um estudo mais detalhado do ajuste macroeconômico pós-crise, das reformas estruturais em curso e, principalmente, dos seus resultados aponta para a necessidade de uma análise mais cautelosa. A recuperação dos cinco países mais atingidos pela crise contou com o retorno a um padrão de gestão macroeconômica caracterizada pelo pragmatismo, marca histórica do desenvolvimento da região (Wade, Veneroso, 1998). Por força da pressão externa, especialmente do FMI, adotaram-se políticas fiscais e monetárias fortemente contracionistas na seqüência das crises nacionais e dos pacotes de auxílio externo. Porém, já em 1998 e especialmente em 1999, foram adotadas políticas mais frouxas, caracterizadas pela recuperação do crédito doméstico, pela redução das taxas de juros e pela expansão fiscal. O consumo do governo tornou-se uma variável fundamental na recuperação, exercendo, em muitos momentos, o papel de componente mais dinâmico da demanda agregada. Além disso, a reestruturação do sistema financeiro tem contado com uma ação direta do Estado, com a criação e/ou o fortalecimento de agências especializadas na gestão de créditos improdutivos, capitalização

de instituições e gerenciamento das mutações patrimoniais (promoção de nacionalizações, estímulo a fusões, incorporações e venda de ativos). O poder público, especialmente na Coreia, também tem coordenado o ajuste das corporações não financeiras. De fato, tem se verificado uma ampliação da participação do capital estrangeiro, mas certamente em um nível muito menor do que as expectativas criadas por Krugman.

Diante desses fatos, torna-se relevante retornar à agenda da economia política do desenvolvimento e questionar: quais são as lições que podem ser tiradas do ciclo sucesso-crise-recuperação dos países do Pacífico Asiático? Essa questão certamente estará em debate nos próximos anos, e, nos limites deste trabalho, pode-se indicar que:

- há que se rejeitar as interpretações apressadas de que os países em crise, ou melhor, seu Estado ou suas políticas de promoção do desenvolvimento seriam os culpados últimos da ruptura financeira. Se é correto afirmar que houve um acúmulo de políticas equivocadas, geradoras de corrupção e posturas *rent seeking*, não se pode deixar de admitir que políticas estratégicas de intervenção sobre os mercados financeiros e os setores industriais foram capazes de construir, ao longo das últimas décadas, um conjunto de capacidades locais de natureza financeira, tecnológica, empresarial e de capital humano, que alicerçaram o “milagre” e que podem ser hoje mobilizadas na recuperação pós-crise;
- deve-se atentar para a necessidade de manutenção de maiores graus de liberdade na condução das políticas domésticas. Do ponto de vista tanto do ajuste macroeconômico quanto das reformas estruturais, os países asiáticos têm procurado determinar o escopo e o ritmo das mudanças, de modo a preservarem os ativos construídos no passado, mesmo que isso implique uma tensão direta com os órgãos multilaterais e investidores externos. Países como Malásia, China e Índia têm adotado políticas de restrição à convertibilidade da conta capital, conseguindo manter ritmos consistentes de crescimento e atração de investimento externo (East Asia Quart. Brief, 2000; Asia Recovery Rep., 2000);
- por fim, a crise asiática mostrou-se como um ponto de ruptura das discussões teóricas e de proposição de políticas, onde se amplia o grau de intromissão dos órgãos multilaterais sobre os países em desenvolvimento.

Nesse sentido, a experiência asiática de desenvolvimento, crise e reformas estruturais continuará um marco para a reflexão dos limites da ação política no espaço dos Estados nacionais de países periféricos diante das forças homogeneizantes da globalização. É esta a tensão que determinará os possíveis futuros da região.

## Anexo

Tabela 1

Indicadores selecionados da Indonésia — 1996-99

INDICADORES	1996	1997	1998	1999	1º TRIM/98	2º TRIM/98
<b>Crescimento do PIB (%)</b> .....	8,0	4,5	-13,2	0,23	-4,0	-14,6
Consumo privado (%) .....	9,7	7,8	-3,3	...	4,0	1,9
Consumo público (%) .....	2,7	0,1	-15,4	...	-14,3	-7,3
Investimento bruto (%) .....	...	6,3	-44,8	...	-34,0	-54,9
Exportação de bens e serviços (%) .....	7,6	7,8	11,2	...	57,5	21,8
Importação de bens e serviços (%) .....	6,9	14,7	-5,3	...	23,4	8,7
<b>Inflação (%)</b> .....	8,0	6,7	57,6	...	27,2	49,5
<b>Desemprego (%)</b> .....	4,9	4,7	5,5	...	5,5	...
<b>Crescimento do M2 (%)</b> .....	27,2	25,2	63,5	...	54,9	84,5
<b>Taxa do Interbancário (três meses, %)</b> .....	...	25,8	41,3	12,6	34,8	47,9
<b>Taxa real de crescimento do crédito bancário (%)</b> .....	14,5	17,2	-25,0	...	15,3	29,0
<b>Índice do mercado acionário (JCI)</b> .....	585,9	607,1	418,3	543,1	474,7	449,2
<b>Balanço do governo central/PIB (%)</b> .....	...	-0,8	-2,1	...	...	...
<b>Dívida do governo central/PIB (%)</b> .....	24,3	25,0	71,5	...	36,7	48,8
<b>Gastos com educação/total dos gastos públicos (%)</b> .....	13,2	14,8	12,3	...	...	...
<b>Gastos com saúde/total dos gastos públicos (%)</b> .....	4,6	5,3	6,0	...	...	...
<b>Conta corrente/PIB (%)</b> .....	...	-2,3	2,2	...	...	...
<b>Investimento direto externo (US\$ bilhões)</b> .....	6,2	4,7	-0,4	...	-0,5	0,4
<b>Investimentos de portfólio, líquido (US\$ bilhões)</b> .....	5,0	-2,6	-2,0	...	-3,5	1,8
<b>Reservas internas, sem ouro (US\$ bilhões)</b> .....	18,3	16,6	22,7	...	15,8	17,9
<b>Dívida externa total (US\$ bilhões)</b> .....	...	...	150,8	...	145,2	...
<b>Dívida externa total/PIB (%)</b> .....	...	...	160,2	...	106,3	...
<b>Taxa de câmbio real e efetiva (1995 = 100)</b> .....	109,6	104,6	52,7	74,6	42,7	47,5
<b>Taxa de câmbio nominal média (moeda local x US\$)</b> .....	2 342,3	2 909,4	10 013,6	7 854,9	9 433,4	10 460,8

(continua)

Tabela 1

Indicadores selecionados da Indonésia — 1996-99

INDICADORES	3º TRIM/98	4º TRIM/98	1º TRIM/99	2º TRIM/99	3º TRIM/99	4º TRIM/99
<b>Crescimento do PIB (%)</b> .....	-16,1	-17,7	-8,0	3,1	0,5	...
Consumo privado (%) .....	-7,2	-11,0	-3,3	-1,8	6,4	...
Consumo público (%) .....	-19,0	-19,9	-3,9	10,1	16,0	...
Investimento bruto (%) .....	-46,1	-44,4	-41,2	-6,5	-31,3	...
Exportação de bens e serviços (%) .....	22,7	-40,4	-44,3	-38,8	-39,9	...
Importação de bens e serviços (%) .....	4,4	-46,4	-52,9	-50,1	-49,3	...
<b>Inflação (%)</b> .....	74,5	77,5	56,0	30,9	6,7	1,7
<b>Desemprego (%)</b> .....	...	...	6,4	...	...	...
<b>Crescimento do M2 (%)</b> .....	70,5	66,0	34,1	8,8	18,5	...
<b>Taxa do Interbancário (três meses, %)</b> .....	56,7	41,3	38,6	19,9	13,6	12,6
<b>Taxa real de crescimento do crédito bancário (%)</b> .....	-17,9	-25,0	-48,1	-68,8	-52,5	...
<b>Índice do mercado acionário (JCI)</b> .....	392,0	357,4	402,0	566,0	590,4	614,0
<b>Balço do governo central/PIB (%)</b> .....	...	...	...	...	...	...
<b>Dívida do governo central/PIB (%)</b> .....	62,1	71,5	68,7	63,9	61,6	...
<b>Gastos com educação/total dos gastos públicos (%)</b> .....	...	...	...	...	...	...
<b>Gastos com saúde/total dos gastos públicos (%)</b> .....	...	...	...	...	...	...
<b>Conta corrente/PIB (%)</b> .....	...	...	...	...	...	...
<b>Investimento direto externo (US\$ bilhões)</b> .....	-0,1	-0,1	-0,2	-0,9	...	...
<b>Investimentos de portfólio, líquido (US\$ bilhões)</b> .....	0,0	-0,3	-0,5	...	...	...
<b>Reservas internas, sem ouro (US\$ bilhões)</b> .....	19,7	22,7	25,2	26,3	...	...
<b>Dívida externa total (US\$ bilhões)</b> .....	...	...	...	...	...	...
<b>Dívida externa total/PIB (%)</b> .....	...	...	...	...	...	...
<b>Taxa de câmbio real e efetiva (1995 = 100)</b> .....	48,3	72,2	68,2	76,7	76,8	76,6
<b>Taxa de câmbio nominal média (moeda local x US\$)</b> .....	12 252,1	7 908,3	8 730,5	7 977,5	7 501,3	7 210,5

FONTE DOS DADOS BRUTOS: Asia Development Bank/Ásia Recovery Information Center. (<http://aric.adb.org>).

Tabela 2

Indicadores selecionados da Coréia do Sul — 1996-99

INDICADORES	1996	1997	1998	1999	1º TRIM/98	2º TRIM/98
<b>Crescimento do PIB (%)</b> .....	6,8	5,0	-5,8	10,2	-3,6	-7,2
Consumo privado (%) .....	7,1	3,5	-9,6	...	-9,9	-11,2
Consumo público (%) .....	8,2	1,5	-0,1	...	1,3	-0,7
Investimento bruto (%) .....	...	-7,5	-38,6	...	-48,7	-43,3
Exportação de bens e serviços (%) .....	11,2	21,4	13,3	...	25,7	13,2
Importação de bens e Serviços (%) .....	14,2	3,2	-22,0	...	-27,2	-25,5
<b>Inflação (%)</b> .....	4,9	4,4	7,5	0,8	8,9	8,2
<b>Desemprego (%)</b> .....	2,0	2,6	6,8	6,3	5,6	6,8
<b>Crescimento do M2 (%)</b> .....	15,8	14,1	27,0	28,4	12,1	16,3
<b>Taxa do interbancário (3 meses, %)</b> .....	...	...	7,8	6,7	23,0	16,0
<b>Taxa real de crescimento do crédito bancário (%)</b> .....	14,2	13,2	3,8	17,8	9,0	5,0
<b>Taxa de inadimplência (%)</b> .....	...	...	10,5	...	10,5	...
<b>Índice do mercado acionário (KOSPI 200)</b> .....	90,6	67,8	47,1	95,4	58,3	43,0
<b>Balço do Governo Central/PIB (%)</b> .....	0,03	-0,02	-4,2	...	...	...
<b>Dívida do Governo Central/PIB (%)</b> .....	...	...	15,9	...	...	...
<b>Gastos com educação/total dos gastos públicos (%)</b> .....	17,2	17,6	...	...	...	...
<b>Gastos com saúde/total dos gastos públicos (%)</b> .....	0,8	0,9	...	...	...	...
<b>Conta corrente/PIB (%)</b> .....	-4,4	-1,7	12,6	...	16,1	14,2
<b>Investimento direto externo (US\$ bilhões)</b> .....	2,3	2,8	5,4	...	0,5	1,2
<b>Investimento de portfólio, líquido (US\$ bilhões)</b> .....	15,2	14,3	-1,9	...	3,8	0,6
<b>Reservas internacionais, sem ouro (US\$ bilhões)</b> .....	34,0	20,4	52,0	...	29,7	40,8
<b>Dívida externa total (US\$ bilhões)</b> ..	157,5	159,2	148,7	(1)136,4	...	...
<b>Dívida externa total/PIB (%)</b> .....	30,3	33,4	46,4	...	46,4	42,3
<b>Dívida externa de curto prazo/total da dívida externa (%)</b> .....	...	39,9	20,6	(1)28,0	...	...
<b>Dívida externa de curto prazo/reservas, menos ouro (%)</b> .....	...	312,3	59,1	50,0	...	...
<b>Taxa de câmbio real e efetiva (1995 = 100)</b> .....	104,3	98,6	78,0	87,3	67,5	78,6
<b>Taxa de câmbio real e efetiva (1995 = 100)</b> .....	804,5	951,3	1 401,4	1 188,2	1 605,7	1 394,6

(continua)

Tabela 2

Indicadores selecionados da Coréia do Sul — 1996-99

INDICADORES	3º TRIM/98	4º TRIM/98	1º TRIM/99	2º TRIM/99	3º TRIM/99	4º TRIM/99
<b>Crescimento do PIB (%)</b> .....	-7,1	-5,3	4,5	9,9	12,3	...
Consumo privado (%) .....	-10,4	-6,9	6,2	9,1	10,3	...
Consumo público (%) .....	-0,6	-0,4	-1,7	-2,3	-1,3	...
Investimento bruto (%) .....	-40,4	-24,2	22,5	30,3	35,1	...
Exportação de bens e serviços (%) .....	8,0	8,8	10,3	15,1	22,2	...
Importação de bens e serviços (%) .....	-25,9	-9,0	27,0	26,9	32,0	...
<b>Inflação (%)</b> .....	7,0	6,0	0,7	0,6	0,7	1,3
<b>Desemprego (%)</b> .....	7,4	7,4	8,4	6,6	5,6	4,6
<b>Crescimento do M2 (%)</b> .....	24,8	27,0	33,7	27,1	26,9	28,4
<b>Taxa do interbancário (3 meses, %)</b> .....	8,4	7,8	6,6	6,2	7,0	6,7
<b>Taxa real de crescimento do crédito bancário (%)</b> .....	5,5	3,8	12,8	15,7	17,0	17,8
<b>Taxa de inadimplência (%)</b> .....	11,3	10,1	...	...	...	...
<b>Índice do mercado acionário (KOSPI 200)</b> .....	36,5	50,6	65,8	90,1	113,1	112,6
<b>Balanco do Governo Central/PIB (%)</b> .....	...	...	...	...	...	...
<b>Dívida do Governo Central/PIB (%)</b> .....	...	...	...	...	...	...
<b>Gastos com educação/total dos gastos públicos (%)</b> .....	...	...	...	...	...	...
<b>Gastos com saúde/total dos gastos públicos (%)</b> .....	...	...	...	...	...	...
<b>Conta corrente/PIB (%)</b> .....	11,9	9,1	6,9	6,5	...	...
<b>Investimento direto externo (US\$ bilhões)</b> .....	2,2	1,6	1,4	1,8	2,6	...
<b>Investimento de portfólio, líquido (US\$ bilhões)</b> .....	-3,9	-2,4	1,0	4,1	-1,4	...
<b>Reservas internacionais, sem ouro (US\$ bilhões)</b> .....	46,9	52,0	57,4	61,9	65,4	...
<b>Dívida externa total (US\$ bilhões)</b> .....	...	148,7	145,5	141,4	140,9	(1)136,4
<b>Dívida externa total/PIB (%)</b> .....	38,9	36,9	...	...	...	...
<b>Dívida externa de curto prazo/total da dívida externa (%)</b> .....	...	20,6	21,9	22,7	24,8	(1)28,0
<b>Dívida externa de curto prazo/reservas, menos ouro (%)</b> .....	...	59,1	55,5	51,8	53,5	50,0
<b>Taxa de câmbio real e efetiva (1995 = 100)</b> .....	84,2	81,7	88,1	89,2	86,3	85,6
<b>Taxa de câmbio real e efetiva (1995 = 100)</b> .....	1 326,1	1 279,3	1 196,3	1 188,9	1 195,0	1 172,5

FONTE DOS DADOS BRUTOS: Ásia Development Bank/Ásia Recovery Information Center (<http://aric.adb.org>).

(1) Estimativa.

Tabela 3

## Indicadores seleccionados da Malásia — 1996-99

INDICADORES	1996	1997	1998	1999	1º TRIM/98	2º TRIM/98
<b>Crescimento do PIB (%)</b> .....	10,0	7,5	-7,5	5,4	-3,1	-5,2
Consumo privado (%) .....	6,9	4,3	-10,8	2,5	-5,4	-8,9
Consumo público (%) .....	0,7	7,6	-7,8	20,1	-16,8	3,1
Investimento bruto (%) .....	5,8	11,2	-42,9	-6,0	-17,3	-49
Exportação de bens e serviços (%) .....	9,2	5,4	-0,2	13,8	-1,4	1,0
Importação de bens e serviços (%) .....	4,9	5,7	-19,4	11,6	-10,0	-24,9
<b>Inflação (%)</b> .....	3,5	2,7	5,3	2,8	4,3	5,7
<b>Desemprego (%)</b> .....	2,5	2,6	3,2	3,4	...	...
<b>Crescimento do M2 (%)</b> .....	24,3	17,4	-1,4	11,6	10,0	6,8
<b>Taxa do interbancário (3 meses, %)</b> .....	...	...	6,5	3,2	...	11,2
<b>Taxa real de crescimento do crédito bancário (%)</b> .....	20,9	19,8	-0,2	...	9,3	2,6
<b>Taxa de inadimplência (%)</b> .....	...	4,1	13,4	...	7,0	8,9
<b>Índice do mercado acionário (KLCI)</b> .....	1 134,1	978,9	517,7	692	657,7	565,4
<b>Balanço do Governo Central/PIB (%)</b> .....	0,7	2,4	-1,8	-3,2	...	...
<b>Dívida do Governo Central/PIB (%)</b> .....	35,3	31,9	36,2	...	30,6	31,3
<b>Gastos com educação/total dos gastos públicos (%)</b> .....	21,4	21,3	21,4	...	30,4	20,2
<b>Gastos com saúde/total dos gastos públicos (%)</b> .....	5,9	6,2	6,5	...	4,9	6,6
<b>Conta corrente/PIB (%)</b> .....	-4,8	-5,3	13,0	...	6,4	11,3
<b>Capital privado de longo prazo (US\$ bilhões)</b> .....	...	...	2,2	...	1,1	0,7
<b>Capital privado de curto prazo (US\$ bilhões)</b> .....	...	...	-5,3	...	-2,3	-1,2
<b>Reservas internacionais, sem ouro (US\$ bilhões)</b> .....	27,0	20,8	25,6	...	19,8	19,7
<b>Dívida externa total (US\$ bilhões)</b> .....	38,7	43,9	42,6	42,1	43,2	42,2
<b>Dívida externa total/PIB (%)</b> .....	38,4	44,0	58,8	53,3	47,9	51,2
<b>Dívida externa de curto prazo/total da dívida externa (%)</b> .....	25,7	25,2	19,9	14,3	25,1	22,8
<b>Dívida externa de curto prazo/reservas, menos ouro (%)</b> .....	36,9	53,7	33,2	...	54,6	48,9
<b>Taxa de câmbio real e efetiva (1995 = 100)</b> .....	106,5	105,5	86,8	87,6	84,8	88,9
<b>Taxa de câmbio nominal média (moeda local x US\$)</b> .....	2,5	2,8	3,9	3,8	4,0	3,8

(continua)

Tabela 3

Indicadores selecionados da Malásia — 1996-99

INDICADORES	3º TRIM/98	4º TRIM/98	1º TRIM/99	2º TRIM/99	3º TRIM/99	4º TRIM/99
<b>Crescimento do PIB (%)</b> .....	-10,9	-10,3	-1,3	4,1	8,2	10,6
Consumo privado (%) .....	-14,9	-13,8	-4,3	2,8	4,6	7,6
Consumo público (%) .....	2,3	-17,9	36,0	20,8	20,2	11,0
Investimento bruto (%) .....	-50,8	-50,5	-29,6	-12,6	5,1	30,5
Exportação de bens e serviços (%) .....	-2,9	2,5	1,4	12,5	19,4	21,0
Importação de bens e serviços (%) .....	-23,6	-18,0	-8,7	9,1	20,6	27,0
<b>Inflação (%)</b> .....	5,7	5,4	4,0	2,7	2,3	2,1
<b>Desemprego (%)</b> .....	...	3,4	4,5	3,3	2,9	3,0
<b>Crescimento do M2 (%)</b> .....	2,8	-1,4	3,6	13,2	17,0	...
Taxa do interbancário (3 meses, %) .....	7,5	6,5	5,7	3,3	3,2	3,2
Taxa real de crescimento do crédito bancário (%) .....	1,1	-0,2	2,1	3,6	6,2	...
Taxa de inadimplência (%) .....	12,8	13,4	13,0	12,4	12,0	...
Índice do mercado acionário (KLCI) .....	381,1	466,7	556,1	707,0	763,2	741,8
<b>Balço do Governo Central/PIB (%)</b> .....	...	...	...	...	...	...
<b>Dívida do Governo Central/PIB (%)</b> .....	30,7	36,2	36,8	38,6	38,3	...
<b>Gastos com educação/total dos gastos públicos (%)</b> .....	23,2	17,8	33,7	23,3	19,6	...
<b>Gastos com saúde/total dos gastos públicos (%)</b> .....	6,9	6,7	5,9	6,1	5,5	...
<b>Conta corrente/PIB (%)</b> .....	17,4	16,5	16,5	19,1	...	...
<b>Capital privado de longo prazo (US\$ bilhões)</b> .....	-0,2	0,6	0,3	0,6	...	...
<b>Capital privado de curto prazo (US\$ bilhões)</b> .....	-1,1	-0,6	...	...	...	...
<b>Reservas internacionais, sem ouro (US\$ bilhões)</b> .....	20,7	25,6	27,1	30,6	31,1	...
<b>Dívida externa total (US\$ bilhões)</b> .....	40,1	42,6	42,2	42,7	43,6	42,1
<b>Dívida externa total/PIB (%)</b> .....	53,0	58,8	57,8	57,7	56,9	53,3
<b>Dívida externa de curto prazo/total da dívida externa (%)</b> .....	19,1	19,9	19,7	18,5	17,1	14,3
<b>Dívida externa de curto prazo/reservas, menos ouro (%)</b> .....	37,0	33,2	30,6	25,8	23,9	...
<b>Taxa de câmbio real e efetiva (1995 = 100)</b> .....	86,4	87,1	89,4	89,7	87,2	84,1
<b>Taxa de câmbio nominal média (moeda local x US\$)</b> .....	4,1	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8

FONTE DOS DADOS BRUTOS: Asia Development Bank/Asia Recovery Information Center. (<http://aric.abd.org>).

Tabela 4

## Indicadores selecionados das Filipinas — 1996-99

INDICADORES	1996	1997	1998	1999	1º TRIM/98	2º TRIM/98
<b>Crescimento do PIB (%)</b> .....	5,8	5,2	-0,5	3,2	1,1	-1,0
Consumo privado (%) .....	4,6	5,0	3,4	2,7	4,5	3,9
Consumo público (%) .....	4,3	4,6	-2,1	5,5	-5,4	-2,4
Investimento bruto (%) .....	12,5	11,7	-16,4	-2,1	-6,0	-18,2
Exportação de bens e serviços (%)	15,4	17,2	-21,0	1,8	-4,5	-19,4
Importação de bens e serviços (%)	16,7	13,5	-14,7	-2,7	5,8	-12,5
<b>Inflação (%)</b> .....	9,0	5,9	9,7	6,7	7,9	9,9
<b>Desemprego (%)</b> .....	7,4	7,9	10,1	9,7	8,4	13,3
<b>Crescimento do M2 (%)</b> .....	23,2	26,1	8,5	...	18,0	19,3
<b>Taxa do interbancário (3 meses, %)</b>	...	31,4	15,7	11,2	18,9	17,3
<b>Taxa real de crescimento do crédito bancário (%)</b> .....	38,8	20,1	-15,5	4,4	8,3	1,0
<b>Taxa de inadimplência (%)</b> .....	2,8	4,7	10,4	12,3	7,4	8,9
<b>Índice do mercado acionário (PCOMP)</b>	3 054,2	2 595,2	1 799,0	2 168,7	2 029,2	2 044,0
<b>Balço do Governo Central/PIB (%)</b> .....	0,3	0,1	-1,9	-3,7	...	...
<b>Dívida do Governo Central/PIB (%)</b>	53,2	55,8	56,1	57,8	...	...
<b>Gastos com educação/total dos gastos públicos (%)</b> .....	14,5	15,8	17,6	...	...	...
<b>Gastos com saúde/total dos gastos públicos (%)</b> .....	6,6	8,6	8,2	...	...	...
<b>Conta corrente/PIB (%)</b> .....	-4,8	-5,3	2,0	...	-0,6	0,6
<b>Capital privado de longo prazo (US\$ bilhões)</b> .....	1,52	1,25	1,75	...	0,25	0,25
<b>Capital privado de curto prazo (US\$ bilhões)</b> .....	2,10	-0,41	0,26	...	0,37	0,02
<b>Reservas internacionais, sem ouro (US\$ bilhões)</b> .....	10,0	7,3	9,2	...	7,8	9,0
<b>Dívida externa total (US\$ bilhões)</b>	41,9	45,4	47,8	...	45,7	45,8
<b>Dívida externa total/PIB (%)</b> .....	50,6	55,3	73,3	...	61,0	65,5
<b>Dívida externa de curto prazo/total da dívida externa (%)</b> .....	17,2	18,6	15,0	...	19,4	17,8
<b>Dívida externa de curto prazo/reservas, menos ouro (%)</b> .....	71,9	116,1	77,9	...	113,1	90,4
<b>Taxa de câmbio real e efetiva (1995 = 100)</b> .....	110,4	111,0	94,0	100,7	91,5	97,2
<b>Taxa de câmbio nominal média (moeda local x US\$)</b> .....	26,2	29,5	40,9	39,1	40,7	39,4

(continua)

Tabela 4

Indicadores selecionados das Filipinas — 1996-99

INDICADORES	3º TRIM/98	4º TRIM/98	1º TRIM/99	2º TRIM/99	3º TRIM/99	4º TRIM/99
<b>Crescimento do PIB (%)</b> .....	-0,1	-2,0	1,2	3,6	3,4	4,6
Consumo privado (%) .....	2,9	2,6	2,5	2,6	2,6	3,0
Consumo público (%) .....	-1,3	0,6	7,6	6,2	3,7	4,6
Investimento bruto (%) .....	-19,1	-22,3	-9,7	6,2	-2,2	-1,0
Exportação de bens e serviços (%) .....	-21,4	-34,8	-11,4	2,1	7,2	10,3
Importação de bens e serviços (%) .....	-15,7	-32,8	-17,9	0,4	1,8	8,0
<b>Inflação (%)</b> .....	10,4	10,5	10,1	6,8	5,7	4,6
<b>Desemprego (%)</b> .....	8,9	9,6	9,0	11,8	8,4	9,6
<b>Crescimento do M2 (%)</b> .....	15,0	8,5	10,8	9,6	10,2	...
<b>Taxa do interbancário (3 meses, %)</b> .....	16,3	15,7	12,7	9,2	9,8	11,2
<b>Taxa real de crescimento do crédito bancário (%)</b> .....	-8,6	-15,5	-14,2	-12,5	-10,8	4,4
<b>Taxa de inadimplência (%)</b> .....	11,0	10,4	13,2	13,1	13,4	12,3
<b>Índice do mercado acionário (PCOMP)</b> .....	1 431,3	1 691,7	2 003,4	2 381,5	2 285,4	2 004,6
<b>Balço do Governo Central/PIB (%)</b> .....	...	...	...	...	...	...
<b>Dívida do Governo Central/PIB (%)</b> .....	...	56,1	...	...	...	57,8
<b>Gastos com educação/total dos gastos públicos (%)</b> .....	...	...	...	...	...	...
<b>Gastos com saúde/total dos gastos públicos (%)</b> .....	...	...	...	...	...	...
<b>Conta corrente/PIB (%)</b> .....	2,8	4,6	7,4	5,1	12,7	...
<b>Capital privado de longo prazo (US\$ bilhões)</b> .....	0,22	1,04	0,47	0,15	0,10	...
<b>Capital privado de curto prazo (US\$ bilhões)</b> .....	-0,26	0,14	0,26	0,37	-0,14	...
<b>Reservas internacionais, sem ouro (US\$ bilhões)</b> .....	9,0	9,2	11,4	12,3	12,7	...
<b>Dívida externa total (US\$ bilhões)</b> .....	46,4	47,8	48,6	48,1	...	...
<b>Dívida externa total/PIB (%)</b> .....	70,5	73,3	71,8	68,4	...	...
<b>Dívida externa de curto prazo/total da dívida externa, (%)</b> .....	17,2	15,0	14,0	13,6	...	...
<b>Dívida externa de curto prazo/reservas, menos ouro (%)</b> .....	88,5	77,9	59,6	53,1	...	...
<b>Taxa de câmbio real e efetiva (1995 = 100)</b> .....	92,6	94,7	102,2	105,1	100,5	95,0
<b>Taxa de câmbio nominal média (moeda local x US\$)</b> .....	42,9	40,6	38,7	38,0	39,3	40,4

FONTES DOS DADOS BRUTOS: Asia Development Bank/Asia Recovery Information Center. (<http://aric.abd.org>).

Tabela 5

Indicadores selecionados da Tailândia — 1996-99

INDICADORES	1996	1997	1998	1999	1º TRIM/98	2º TRIM/98
<b>Crescimento do PIB (%)</b> .....	5,9	-1,8	-10,4	4,0	-9,0	-12,7
Consumo privado (%) .....	6,8	-0,8	-10,6	...	-10,6	-14,5
Consumo público (%) .....	11,9	-3,6	4,0	...	-6,4	-6,0
Investimento bruto (%) .....	...	-21,7	-34,8	...	-30,6	-59,7
Exportação de bens e serviços (%) .....	-5,5	8,4	6,7	...	15,0	8,9
Importação de bens e serviços (%) .....	-0,5	-11,4	-23,8	...	-28,5	-29,8
<b>Inflação (%)</b> .....	5,8	5,6	8,1	0,3	9,0	10,3
<b>Desemprego (%)</b> .....	1,1	0,9	4,4	...	4,6	5,0
<b>Crescimento do M2 (%)</b> .....	12,6	16,5	9,7	...	15,7	13,8
<b>Taxa do interbancário (3 meses, %)</b> .....	...	26,0	7,8	5,0	23,5	22,0
<b>Taxa real de crescimento do crédito bancário (%)</b> .....	9,4	13,6	-11,3	...	3,4	2,5
<b>Taxa de inadimplência (%)</b> .....	...	...	45,0	38,5	...	32,7
<b>Índice do mercado acionário (SET)</b> .....	1167,9	597,8	353,9	421,1	473,1	361,5
<b>Balanço do Governo Central/PIB (%)</b> .....	1,0	-0,3	-2,8	...	...	...
<b>Dívida do Governo Central/PIB (%)</b> .....	...	6,3	14,5	...	5,5	9,1
<b>Gastos com educação/total dos gastos públicos (%)</b> .....	17,6	16,2	...	...	...	...
<b>Gastos com saúde/total dos gastos públicos (%)</b> .....	6,4	5,7	...	...	...	...
<b>Conta corrente/PIB (%)</b> .....	-8,1	-2,0	12,7	...	16,5	10,2
<b>Capital privado de longo prazo (US\$ bilhões)</b> .....	2,3	3,7	7,1	...	2,0	2,6
<b>Capital privado de curto prazo (US\$ bilhões)</b> .....	...	3,9	-0,2	...	0,2	-0,1
<b>Reservas internacionais, sem ouro (US\$ bilhões)</b> .....	37,7	26,2	28,8	34,1	26,9	25,8
<b>Dívida externa total (US\$ bilhões)</b> .....	90,5	93,4	86,2	74,6	91,7	88,1
<b>Dívida externa total/PIB (%)</b> .....	49,8	62,0	76,8	...	70,8	75,1
<b>Dívida externa de curto prazo/total da dívida externa, (%)</b> .....	41,5	37,3	27,2	...	34,2	32,2
<b>Dívida externa de curto prazo/reservas, menos ouro (%)</b> .....	99,7	133,1	81,4	...	116,6	110,0
<b>Taxa de câmbio real e efetiva (1995 = 100)</b> .....	109,2	102,4	90,0	93,5	77,3	92,5
<b>Taxa de câmbio nominal média (moeda local x US\$)</b> .....	25,3	31,4	41,4	37,8	47,1	40,3

(continua)

Tabela 5

Indicadores selecionados da Tailândia — 1996-99

INDICADORES	3º TRIM/98	4º TRIM/98	1º TRIM/99	2º TRIM/99	3º TRIM/99	4º TRIM/99
<b>Crescimento do PIB (%)</b> .....	-13,2	-6,6	0,9	3,3	7,7	...
Consumo privado (%) .....	-12,8	-3,9	-0,3	1,1	5,5	...
Consumo público (%) .....	11,9	15,5	1,4	15,5	3,4	...
Investimento bruto (%) .....	-41,0	-3,3	9,8	13,0	1,8	...
Exportação de bens e serviços (%) .....	5,7	-1,2	-1,8	7,6	13,3	...
Importação de bens e serviços (%) .....	-23,5	-11,8	8,5	23,2	21,6	...
<b>Inflação (%)</b> .....	8,1	5,0	2,7	-0,4	-1,0	0,1
<b>Desemprego (%)</b> .....	3,4	4,5	5,2	5,3	3,0	...
<b>Crescimento do M2 (%)</b> .....	12,7	9,7	8,6	5,8	1,9	...
<b>Taxa do interbancário (3 meses, %)</b> .....	9,5	7,8	5,3	4,5	4,0	5,0
<b>Taxa real de crescimento do crédito bancário (%)</b> .....	-5,0	-11,3	-3,6	-4,0	-3,0	...
<b>Taxa de inadimplência (%)</b> .....	39,7	45,0	47,0	47,4	44,4	38,5
<b>Índice do mercado acionário (SET)</b> .....	246,0	335,0	357,1	461,8	450,5	415,0
<b>Balço do Governo Central/PIB (%)</b> .....	-	-	-	-	-	-
<b>Dívida do Governo Central/PIB (%)</b> .....	10,2	14,5	18,4	19,5	20,6	...
<b>Gastos com educação/total dos gastos públicos (%)</b> .....	...	...	...	...	...	...
<b>Gastos com saúde/total dos gastos públicos (%)</b> .....	...	...	...	...	...	...
<b>Conta corrente/PIB (%)</b> .....	12,5	11,7	10,8	8,6	9,3	...
<b>Capital privado de longo prazo (US\$ bilhões)</b> .....	1,4	1,0	1,0	2,2	1,1	...
<b>Capital privado de curto prazo (US\$ bilhões)</b> .....	-0,3	-0,01	0,3	0,3	0,3	...
<b>Reservas internacionais, sem ouro (US\$ bilhões)</b> .....	26,6	28,8	29,2	30,7	31,6	34,1
<b>Dívida externa total (US\$ bilhões)</b> .....	86,7	86,2	83,9	80,7	78,7	74,6
<b>Dívida externa total/PIB (%)</b> .....	78,7	76,7	70,4	66,4	66,1	...
<b>Dívida externa de curto prazo/total da dívida externa, (%)</b> .....	30,1	27,2	24,5	21,8	19,9	...
<b>Dívida externa de curto prazo/reservas, menos ouro (%)</b> .....	98,2	81,4	70,2	57,2	49,6	...
<b>Taxa de câmbio real e efetiva (1995 = 100)</b> .....	93,5	96,8	97,3	97,5	91,9	87,2
<b>Taxa de câmbio nominal média (moeda local x US\$)</b> .....	41,1	37,0	37,1	37,2	38,4	38,8

FONTE DOS DADOS BRUTOS: Asia Development Bank/Asia Recovery Information Center. (<http://aric.adb.org>)

## Bibliografia

- ANNUAL REPORT, 1999 (1999). Washington, DC : International Monetary Fund.
- ANNUAL REPORT, 68<sup>th</sup> (1998). Basle : Bank for International Settlements.
- ANNUAL REPORT, 69<sup>th</sup> (1999). Basle : Bank for International Settlements.
- ASIA RECOVERY REPORT (2000). Manila : Asia Development Bank/ Asia Recovery Information Center.
- CHANG, Roberto, VELASCO, Andrés (1998). **The Asian liquidity crisis**. Cambridge, MA : National Bureau of Economic Research. (NBER working papers n. 6796).
- CLAESSENS, Stijn, DJANKOV, Simeon, KLINGEBIEL, Daniela (1999). **Financial restructuring in East Asia: halfway there?** Washington, DC : World Bank. (Financial sector discussion paper, n.3).
- CORSETTI, G., PESSETI, P., ROUBINI, N. (1998). **Paper tigers?** a preliminary assessment of the asian crisis. (NBER-Bank of Portugal Seminar on Macroeconomics – ISOM, Lisboa, 14/15 junho; mimeo).
- CUNHA, André Moreira (1997). O milagre asiático: avanços e recuos na explicação ortodoxa. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA POLÍTICA, 2., São Paulo. **Anais...** São Paulo : PUC/SP.
- CUNHA, André Moreira (1998). O pacífico asiático: da integração econômica dos anos 80 e 90 à crise financeira. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA POLÍTICA, 3., Niterói. **Anais...** Niterói, RJ : UFF.
- CUNHA, André Moreira (1999). A crise asiática: para além das explicações convencionais. **Ensaíes FEE**, Porto Alegre, v.20, n.2, p.159-187.
- CUNHA, André Moreira, PRATES, Daniela (1999b). Instabilidade financeira nos anos 90: a reação conservadora. In: JORNADA DE ECONOMIA POLÍTICA DO CAPITALISMO CONTEMPORÂNEO, 2.; ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA ANPEC, 27., Belém. **Anais...** Belém (PA).
- CUNHA, André Moreira, PRATES, Daniela Magalhães (1999). A instabilidade financeira nos anos 90: implicações para as economias capitalistas periféricas. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA POLÍTICA, 4., Porto Alegre, **Anais...** Porto Alegre.
- EAST ASIA QUARTERLY BRIEF (2000). Manila : Asia Development Bank/ Asia Recovery Information Center, jan.

- INTERNATIONAL CAPITAL MARKETS: developments, prospects, and key economic issues (1998). Washington, DC : International Monetary Fund, sept.
- INTERNATIONAL CAPITAL MARKETS: developments, prospects, and key economic issues (1999).. Washington, DC : International Monetary Fund, sept.
- 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?** (mimeo).
- KRUGMAN, Paul (1998b). **Fire-sale FDI.** (mimeo).
- KRUGMAN, Paul (1999). **Balance sheets, the transfer problem, and financial crisis.** (mimeo).
- KRUGMAN, Paul (1999b). **Uma nova recessão?** o que deu de errado. São Paulo : Campus.
- RADALET, Steven, SACHS, Jeffrey, (1999). **What have we learned, so far, from the asian financial crisis?** (mimeo).
- RADALET, Steven, SACHS, Jeffrey D. (1998). **The onset of the east asian financial crisis.** Cambridge, MA : National Bureau of Economic Research. (NBER working paper 6680).
- STIGLITZ, Joseph (1998). **Must financial crisis be this frequent and this painful?** (mimeo).
- STIGLITZ, Joseph (1998b). **More instruments and broader goals: moving toward the post-washington consensus.** (mimeo).
- STONE, Mark R. (1998). **Corporate debt restructuring in east asia: some lessons from international experience.** Washington, DC : International Monetary Fund. (Papers on policy analysis and assessment, 98/13). oct.
- TRADE AND DEVELOPMENT REPORT 1999 (1999). Geneva : United Nations Conference on Trade and Development - United Nations.
- TRADE AND DEVELOPMENT REPORT, 1998 (1998). Geneva : United Nations Conference on Trade and Development - United Nations.
- WADE, Robert, VENEROSO, Frank (1998). The asian crises: the high debt model versus the wall street-treasury-imf complex. **New Left Review**, London : New Left Review, n.228, p.3-23, mar./apr.

WHITE, William R. (2000). **What have we learned from recent financial crises and policy responses?** Balse : Bank For International Settlements. (BIS working paper, n.94). jan.

WORLD DEVELOPMENT REPORT, 1999/2000 (1999). Washington, DC : World Bank.

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

WORLD ECONOMIC OUTLOOK (1999). Washington, DC : International Monetary Fund, may.

WORLD ECONOMIC OUTLOOK (1999b). Washington, DC : International Monetary Fund, sept.

WORLD ECONOMIC OUTLOOK AND INTERNATIONAL CAPITAL MARKETS: INTERIM ASSESMENT (1998). Washington, DC : International Monetary Fund, dec.

## **Abstract**

**The text intends to evaluate the recent recovery of the asian economies that were most affected by the financial crisis of 1997 and 1998, confronting the analysis about their causes and the subsequent propositions for the region recovery, with the real process of macroeconomic adjustments and structural reforms.**