



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
Instituto de Economia

CRISE NO PACÍFICO ASIÁTICO: CAUSAS E CONSEQUÊNCIAS

André Moreira Cunha

Tese de Doutorado apresentada
ao Instituto de Economia da UNICAMP
para obtenção do título de Doutor em
Ciências Econômicas – área de
concentração: Política Econômica, sob
a orientação do Prof. Dr. Otaviano
Canuto dos Santos Filho.

*Este exemplar corresponde ao original
da tese defendida por André Moreira
Cunha em 26/10/2001 e orientada pelo
Prof. Dr. Otaviano Canuto dos Santos
Filho.*

CPG, 26/10/2001

Campinas, 2001

UNIDADE 32
Nº CHAMADA TEUNICAMP
C914c
V _____ EX _____
TOMBO BC/ 49506
PROC 16.837/02
C _____ DX _____
PREÇO R\$ 11,00
DATA 08/06/02
Nº CPD _____

CM00166987-5

BIBID. 244191

**FICHA CATALOGRÁFICA ELABORADA PELO
CENTRO DE DOCUMENTAÇÃO DO INSTITUTO DE ECONOMIA**

C914c Cunha, André Moreira.
Crise no Pacífico Asiático : causas e consequências / André
Moreira Cunha. – Campinas, SP : [s.n.], 2001.

Orientador: Otaviano Canuto dos Santos Filho.
Tese (Doutorado) – Universidade Estadual de Campinas.
Instituto de Economia.

1. Crise financeira – Asia. 2. Asia – Condições econômicas.
3. Asia – Política econômica. 4. Asia – Relações econômicas
exteriores. I. Canuto, Otaviano. II. Universidade Estadual de
Campinas. Instituto de Economia. III. Título.

RESUMO

Em 1997/1998, o mundo presenciou uma das mais importantes crises financeiras do século XX. As economias mais diretamente atingidas pela crise compunham um grupo de países até então considerados como exemplares em sua trajetória de desenvolvimento. Nenhum analista foi capaz de antecipá-la. Quando de sua eclosão, sua magnitude não foi totalmente percebida. Seus desdobramentos na região e nas discussões sobre o ordenamento da economia internacional ainda se fazem sentir.

Esta tese se propõe a responder duas perguntas: quais as causas e as conseqüências da crise asiática. O desafio de responder duas perguntas em uma tese impôs-se pela importância da região na discussão mais geral sobre o desenvolvimento econômico. Desde meados dos anos 1960, o Pacífico Asiático tem estado no centro dos debates sobre os padrões de políticas mais adequados à promoção do crescimento econômico e do avanço social, as duas dimensões necessárias do processo de desenvolvimento.

Sustenta-se que a crise asiática originou-se de uma súbita e vigorosa saída de capitais, dado o movimento coletivo dos investidores em realizar suas posições ativas. O pânico e o comportamento de manada foi gerado pela percepção, por parte dos investidores, de que as economias asiáticas em crise (EACs) - inicialmente a Tailândia e, por contágio, os demais países - não teriam capacidade de honrar suas posições passivas em divisas. Esta fuga coletiva acabou sancionando aquelas expectativas, gerando um processo retro-alimentado de deflação no preço dos ativos, desvalorização cambial, fragilização na posição patrimonial dos agentes locais, escassez de crédito, redução do nível de atividades e nova fuga de capitais.

As conseqüências mais evidentes da crise foram:

- (i) a realização de profundas reformas estruturais nas EACs;
- (ii) o surgimento de uma nova geração de modelos teóricos sobre crises financeiras;
- (iii) a intensificação dos debates sobre reformas na arquitetura do sistema financeiro internacional, com desdobramentos concretos, ou seja;
- (iv) com a realização de mudanças nas ações e estruturação de instituições multilaterais; e

- (v) o aprofundamento das pressões pela homogeneização dos parâmetros regulatórios e de gestão privada e pública.

AGRADECIMENTOS

No período de integralização dos créditos e de realização desta tese, contei com o apoio financeiro e institucional da Fundação Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES), entidade pública vinculada ao Ministério da Educação.

Em momentos distintos, recebi o apoio da Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado do Rio Grande do Sul (FAPERGS) e da Universidade do Vale do Rio dos Sinos (UNISINOS) para a participação em seminários e congressos, que permitiram o aprimoramento do trabalho.

Mais do que um professor e orientador, o Dr. Otaviano Canuto dos Santos Filho foi um amigo. Generoso por permitir-me trabalhar a partir de suas idéias. Tolerante com minha insistência em trilhar caminhos divergentes. Decisivo nas horas de incentivo.

Daniela Prates foi a cúmplice das boas idéias contidas nesta tese. Uma grande amiga e uma excepcional economista.

Os comentários de colegas e professores, nos diversos eventos em que participei nos últimos anos, foram fundamentais para a elaboração dos argumentos.

E Leila. A minha fatia de felicidade neste canto do mundo. Nosso esforço nunca é em vão.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	01
CAPÍTULO 1 – O MILAGRE ASIÁTICO EM PERSPECTIVA	07
1.1 O Debate em Torno do Desenvolvimento do Pacífico Asiático	07
1.1.1 As Origens do Debate	12
1.1.2 Estratégias Alternativas de Desenvolvimento	16
1.2 Estado <i>versus</i> Mercado: Em busca de Uma Síntese	21
1.2.1 O Milagre Asiático: A Nova Versão Oficial	22
1.2.2 EAM: a Construção dos Argumentos	26
1.2.3 Avanços e Recuos	31
1.3 O Milagre Asiático como um Mito	33
CAPÍTULO 2 – CRESCIMENTO E INTEGRAÇÃO NO ANOS 1980 E 1990	41
2.1 O Milagre Asiático: A Crítica da Heterodoxia	41
2.1.1 Os Revisionistas e o Papel do Estado	41
2.1.2 A Avaliação Heterodoxa do “ <i>The East Asian Miracle</i> ”	45
2.2 Crescimento e Integração nas Décadas de 1980 e 1990	55
2.3 Um ou Muitos Modelos?	65
2.4 Avanços e Desequilíbrios na Modernização	74
CAPÍTULO 3 – A CRISE: ORIGENS E EXPLICAÇÕES	77
3.1 O Milagre do Pacífico Asiático: A Retomada do Debate	77
3.2 A Crise	79
3.2.1 Fatores Conjunturais <i>versus</i> Fatores Estruturais	79
3.2.2 Fragilidades Macroeconômicas	86
3.2.3 Fragilidades Microeconômicas	95
3.2.4 Fragilidades Institucionais	106
3.3 Uma ou Várias Crises?	121

CAPÍTULO 4 – INFLEXÕES TEÓRICAS E POLÍTICAS	129
4.1 Instabilidade Financeira: Imperfeições dos Mercados ou Característica Estrutural das Economias Capitalistas?	130
4.1.1 Transformações no Sistema Financeiro Internacional e a Instabilidade Sistêmica	131
4.1.2 A Perspectiva Convencional	138
4.1.3 A Instabilidade Estrutural das Economias Capitalistas	144
4.2 A Crise e Seus Pontos de Inflexão	152
4.2.1 Inflexões Teóricas	152
4.2.2 A Reação Política e a Nova Arquitetura do Sistema Financeiro Internacional	160
4.3 Convergências e Divergências	179
CAPÍTULO 5 – A ECONOMIA POLÍTICA DA CRISE	179
5.1 O “Modelo Asiático” em Xequê	179
5.2 Reformas Estruturais e os Limites da Recuperação	190
5.2.1 A Retomada do Crescimento	190
5.2.2 Reformas Estruturais	193
5.3 Crise e Internacionalização: De Volta Para Qual Futuro?	214
5.4 Os Limites da Recuperação	221
5.5 A Geração de um Novo Modelo?	224
CONCLUSÃO	229
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	243

ÍNDICE DE TABELAS

1.1 Crescimento Mundial e de Regiões Seleccionadas, 1971-2000	08
1.2 Mudanças Estruturais de Longo Prazo em Países e Regiões Seleccionadas, 1970 – 1997	09
1.3 Tendências de Longo Prazo em Economias Seleccionadas, 1965-1997	09
1.4 Indicadores de Desenvolvimento Social em Países e Regiões Seleccionadas, 1970 – 1997	10
1.5 Indicadores Macroeconômicos em Países Seleccionados, 1965 – 1996	11
1.6 Industrialização e Estratégias Comerciais nos Países em Desenvolvimento, 1963 – 1985	21
1.7 Estimativas de Crescimento da Produtividade Total dos Fatores em Economias Seleccionadas	37
1.8 Fontes do Crescimento em Economias Seleccionadas, 1960-1994	38
2.1 Crescimento da Produtividade Total dos Fatores na Indústria Coreana, 1967 – 1985	52
2.2 Poupança e Investimento em Países Seleccionados, 1960 – 1996	55
2.3 Distribuição do Comércio Mundial de Mercadorias e Serviços por Regiões Seleccionadas, 1980 – 1999	56
2.4 Estrutura das Exportações do Pacífico Asiático	58
2.5 Participação das Exportações do Pacífico Asiático nos Principais Mercados Importadores	64
2.6 Indicadores de Produção e Utilização de Recursos Naturais e Alimentos em Países Seleccionados, 1961 – 1997	70
2.7 PIB Per Capita, Área e População em Países Seleccionados 1960-1997	70
3.1 Economias Asiáticas em Crise - Indicadores Básicos	82
3.2 Indicadores de Vulnerabilidade das EACs	83
3.3 Indicadores Microeconômicos de Países e Regiões Seleccionadas	99
4.1 Indicadores Seleccionados dos Principais Países Tomadores nos Ciclos de Expansão de Empréstimos	132
4.2 Composição dos Fluxos Privados de Capitais em Períodos Seleccionados	134

4.3 Entrada de Capitais nos Países em Desenvolvimento, 1975-1998	136
4.4 Frequência das Crises e Estimativas de Perda de Produto – Mercados Emergentes em Períodos Seleccionados	138
5.1 Estoque de IDE com Relação ao PIB em Economias Seleccionadas	215
5.2 Fusões e Aquisições (Vendas) nas EACs por Setores, 1987-1999	219
5.3 Participação do Capital Estrangeiro no Sistema Bancário em Economias Seleccionadas	220
5.4 Flexibilidade Cambial em Economias Asiáticas Seleccionadas	222
5.5 Distribuição Setorial da Indústria Eletrônica em Economias Seleccionadas, 1999 – 2000	223

ÍNDICE DE FIGURAS

2.1 Participação dos Bancos Japoneses no Total dos Haveres dos Bancos do BIS nas EACs, 1985 –2000	60
2.2 Participação dos Bancos Japoneses no Total dos Haveres dos Bancos do BIS em Regiões Seleccionadas, 1985 –2000	60
2.3 Distribuição das Exportações de Manufaturados por Intensidade Tecnológica em Países Seleccionados, 1977	61
2.4 Distribuição das Exportações de Manufaturados por Intensidade Tecnológica em Países Seleccionados, 1995	61
2.5 Estrutura Industrial em Regiões Seleccionadas, 1980-1995	62
2.6 Balança Comercial em Economias Seleccionadas do Pacífico Asiático – Total e Bilateral (Japão), 1982-1999	65
2.7 PIB Per Capita (PPP) no PA, 1975 – 1997	67
3.1 Fluxos Líquidos de Capitais Para as EACs, 1970-1999	80
3.2 Fluxos de Capitais com Relação ao PIB das EACs, 1970-1999	80
3.3 Fluxos de Capitais e STC com Relação ao PIB das EACs, 1970-1999	80
3.4 Poupança, Investimento e Crescimento em Países Seleccionados do Pacífico Asiático	87
3.5 Eficiência Global dos Investimentos nas EACs, 1987-1996	88
3.6 Taxa de Câmbio Real e Efetiva das EACs, 1990-2000	90
3.7 Taxa de Câmbio Real e Efetiva dos EUA e Japão, 1975-1997	90
3.8 Liquidez nas EACs, 1966-1997 - M2/PIB	92
3.9 Relação M2/Reservas Internacionais nas EACs, 1970-97	92
3.10 Índice de Reservas Internacionais (Excl. o Ouro) das EACs 1990-2000	93
3.11 Reservas (Excl. Ouro) em Meses de Importações nas EACs 1995-2000	93
3.12 Dívida de Curto Prazo Sobre o Total da Dívida Ext. nas EACs 1994-1999	93
3.13 Mercado Acionário em US\$ nas EACs, 1996/2000	93
3.14 Haveres de Curto Prazo no Total Reportado Pelos Bancos do BIS – EACs, 1985 – 2000	94
3.15 Haveres de Curto Prazo – Exposição dos Bancos Internacionais em Regiões Seleccionadas, 1985 – 2000	94

3.16 Alavancagem e Rentabilidade em Economias Seleccionadas, 1996	98
3.17 Crescimento dos Ativos Fixos e Rentabilidade do Capital em Economias Seleccionadas (média, 1992-1996)	98
3.18 Indicadores Microeconômicos de Países e Regiões Seleccionadas	102
3.19 Haveres dos Bancos BIS Por Tomador Final, 1985-2000	110
5.1 Crescimento do PIB e dos Componentes da Demanda Agregada nas EACs, 1997-2000	191
5.2 Fusões e Aquisições em Economias Seleccionadas, 1987-1999	217

ÍNDICE DE QUADROS

5.1 Medidas Utilizadas Para o Enfrentamento da Crise e Reformas Institucionais nas EACs, 1997-1999	198
--	-----

LISTA DE ABREVIATURAS e ACRÔNIMOS

A.L. – América Latina

A.M.s – Autoridades Monetárias

ASEAN - Association of South-East Asian Nations

BAD (ADB) – Banco Asiático de Desenvolvimento

BIS – Bank for International Settlements

BM – Banco Mundial

BOK – Bank of Korea

BSA - Banking Supervisory Authority

CDRAC - Corporate Debt Restructuring Advisory Committee

CDRC - Corporate Debt Restructuring Committee

CEPAL – Comissão Econômica Para a América Latina e Caribe

CGAs – Companhias de Gerenciamento de Ativos

EACs – Economias Asiáticas em Crise

EAM – The East Asian Miracle

ETs – Empresas Transnacionais

EUA – Estados Unidos da América do Norte

F&A – Fusões e Aquisições

FMI (IMF) – Fundo Monetário Internacional

FSC - Financial Supervisory Commission

FSF - Financial Stability Forum

FSS - Financial Supervisory Services

G7 – Grupo das Sete (EUA, Canadá, Inglaterra, Alemanha, Japão, Itália e França)

GATT – General Agreement on Tariffs and Trade

I – Investimento

IAIS - International Association of Insurance Supervisors

IBRA - Indonesian Bank Restructuring Agency

ICOR - Incremental Capital-Output Ratio

IDE – Investimento Direto Externo

IOSCO - International Organisation of Securities Commissions

INDRA - Indonesia Debt Restructuring Agency

ISIC – International Standard Industrial Classification
JITF - Jakarta Initiative Task Force
KAMCO - Korean Asset Management Company
KDIC - Korean Deposit Insurance Corporation
M – Importações
NIC – Newly Industrialized Country
OECD (OCDE) - Organization of Economic Co-operation and Development
OMC – Organização Mundial do Comércio
ONU (UN) – Organização das Nações Unidas
P&D – Pesquisa e Desenvolvimento
PA – Pacífico Asiático
PAADs – Países Asiáticos de Alto Desempenho
PAD – Pacífico Asiático em Desenvolvimento
PGV – Paradigma dos Gansos Voadores
PIB – Produto Interno Bruto
PMEC - Planos de Melhoria das Estruturas de Capital
PTF – Produtividade Total dos Fatores
S – Poupança
SDSS - Special Data Dissemination Standard
SFI – Sistema Financeiro Internacional
SME – Sistema Monetário Europeu
UNCTAD - United Nations Conference on Trade and Development
VAI – Valor Adicionado Industrial
X – Exportações

INTRODUÇÃO

Em 1997/1998, o mundo presenciou uma das mais importantes crises financeiras do século XX, desde o colapso da Bolsa de Nova Iorque, em outubro de 1929. Isto porque as economias mais diretamente atingidas pela crise compunham um grupo de países até então considerados como exemplares em sua trajetória de desenvolvimento. Nenhum analista foi capaz de antecipá-la. Quando de sua eclosão, sua magnitude não foi totalmente percebida. Seus desdobramentos na região e nas discussões sobre o ordenamento da economia internacional ainda se fazem sentir.

Esta tese se propõe a responder duas perguntas. A primeira e mais óbvia é sobre as causas da crise asiática. Não é uma pergunta inédita. Os principais analistas e organizações multilaterais buscaram decifrar este evento. A segunda, menos explícita na caudalosa literatura que se seguiu à crise, refere-se às suas conseqüências. Mais especificamente, esta tese sustenta a idéia de que a crise asiática tornou-se o ponto de inflexão mais significativo no debate atual sobre as reformas na institucionalidade que organiza as relações econômicas internacionais.

O desafio de responder duas perguntas em uma tese impôs-se pela importância da região na discussão mais geral sobre o desenvolvimento econômico. Desde meados dos anos 1960, o Pacífico Asiático tem estado no centro dos debates sobre os padrões de políticas mais adequados à promoção do crescimento econômico e do avanço social, as duas dimensões necessárias do processo de desenvolvimento. O modelo asiático passou a ser descrito, pela sabedoria convencional, como sendo a combinação virtuosa de três fatores: (i) integração à economia internacional, expresso em um vigoroso *drive* exportador; (ii) adoção de políticas *market-friendly*, que resultaram na manutenção de uma relativa estabilidade macroeconômica; (iii) existência de regimes políticos capazes de sustentar a “lei e a ordem” e, portanto, de criar um ambiente propício ao cálculo privado de longo prazo. Outras regiões da periferia capitalista não teriam sido capazes de alcançar, de forma sustentável ao longo do tempo, estas condições especiais. Por isso, a partir de meados dos anos 1980, o Pacífico Asiático pareceu descolar-se do conjunto das economias periféricas, com taxas anuais de crescimento superiores ao dobro da média mundial, e intensa modernização econômica e social.

O dinamismo de suas economias fazia eco à uma leitura apologética do processo de globalização. O último quartel do século XX caracterizou-se por uma aceleração no movimento de integração da economia internacional. As novas tecnologias na eletrônica e biotecnologia sustentaram um ciclo de inovações, que atingiu diversos setores da economia. No plano político, o fim da bipolaridade, a partir do desmonte do bloco soviético, criou condições para o adensamento e espraiamento das políticas liberais, sob a égide dos EUA, a potência hegemônica revitalizada. Se, por um lado, a longa e difícil transição das antigas economias socialistas, a equação sem resposta da África e a inconsistência estrutural da América Latina – incapaz de combinar estabilidade e crescimento de forma sustentada no tempo – eram apontadas como as evidências empíricas mais consistentes das limitações das reformas liberalizantes do Consenso de Washington; por outro, o crescimento asiático era tido como a confirmação mais contundente da nova ordem.

A crise asiática subverteu o consenso liberal, tornando-se a fonte catalisadora de um crescente mal estar com respeito aos resultados assimétricos do processo de globalização. E, mais do que isso, forçou a busca de novas explicações para o fenômeno das crises financeiras e de novos arranjos institucionais capazes de preveni-las e administrá-las. Sua importância não está no fato de que antes dela nada havia em termos de críticas ao ordenamento institucional subjacente à globalização ou de explicações alternativas à instabilidade econômica. Críticas e explicações existiam, porém ocupavam um espaço marginal, tanto no meio acadêmico quanto no *establishment*. Com a crise asiática, o que era marginal teve de ser incorporado, em alguma dimensão, no centro dos debates mais relevantes, nos fóruns detentores de poder. Portanto, as causas e as conseqüências da crise asiática são temas indissociáveis quando se busca compreender como um conjunto de economias tão dinâmicas passou por um processo tão contundente de desorganização econômica.

A tese está organizada em cinco capítulos, além desta introdução e da conclusão. No primeiro, identificam-se as origens do debate em torno do desenvolvimento asiático, enfatizando-se como o *mainstream* da economia construiu uma certa estória sobre o sucesso de alguns países da região. Como em qualquer estória econômica, os elementos objetivos, referentes à sua experiência concreta de crescimento, encontram-se envoltos em uma capa normativa, associada às lições que

os demais países em desenvolvimento deveriam reter do caso asiático. Neste sentido, a leitura convencional tendeu a enfatizar as políticas *market-friendly* tidas como determinantes centrais do crescimento com estabilidade.

No segundo capítulo, incorpora-se a crítica heterodoxa, que busca destacar a construção política consciente das condições que teriam permitido, não só o crescimento sustentado, como o encurtamento da brecha tecno-produtiva que tende a afastar a periferia e o centro do capitalismo. Além disso, em uma aproximação maior com a crise, detalha-se o processo de integração regional verificado nos anos 1980 e 1990. Isto porque esta tese sustenta que parte das fragilidades econômicas que permitiram a sua eclosão, em um certo contexto específico de liberalização, originou-se nos desequilíbrios estruturais daquela integração.

Os dois primeiros capítulos sugerem uma base mais geral para a compreensão da crise. Alguns pontos merecem ser adiantados: (i) a visão convencional sobre o desenvolvimento dos países asiáticos tendeu a subestimar a importância das políticas seletivas na promoção da industrialização; (ii) por outro lado, construiu-se uma imagem de eficiência das políticas *market-friendly*, cujos elementos tiveram de ser “desconstruídos” depois da crise; (iii) não é correto pensar-se em um único modelo asiático; e (iv) o processo de integração regional, sob comando do capital japonês, criou tensões estruturais que afloraram na crise.

O capítulo três procura detalhar as condições econômicas e institucionais das Economias Asiáticas em Crise (EACs) – Coreia do Sul, Malásia, Indonésia, Tailândia e Filipinas. As várias explicações sobre a crise apontavam a existência de fatores conjunturais e estruturais associados à ruptura, dentre os quais: a deterioração das contas externas, a rigidez cambial, o *boom* creditício derivado do ingresso de capitais externos, o padrão de organização das empresas e das relações entre o setor público e setor privado, o processo acelerado de liberalização financeira, etc. As evidências apresentadas confirmam que as EACs possuíam, de fato, um conjunto de fragilidades macroeconômicas, microeconômicas e institucionais. Todavia, muitas daquelas características não eram inéditas, do ponto de vista da conformação histórica dos seus padrões de crescimento. A grande diferença dos anos que antecederam a crise foi a maior liberalização financeira e a tendência de enfraquecimento dos mecanismos de política econômica que permitiram, no passado, a coordenação dos investimentos.

Além disso, as diferenças entre as EACs, especialmente a Coréia, não autoriza a idéia de uma crise com determinantes únicos.

O capítulo quatro trata das inflexões teóricas e políticas geradas pela crise asiática. A literatura convencional sobre crises financeiras vinha, desde meados dos anos 1980, buscando incorporar nos seus modelos os fatos estilizados associados à crescente instabilidade verificada no mundo real. A crise asiática reforçou esta tendência, acelerando o desenvolvimento de uma nova geração de modelos, que trouxe para o *front* explicativo elementos antes somente enfatizados pela literatura heterodoxa. Portanto, a crise asiática propiciou uma tendência de convergência explicativa entre as “estórias” contadas pelos modelos convencionais e heterodoxos. Não se exploram as implicações metodológicas deste fato e, portanto, não se sustenta que tal tendência sinalize para algum tipo de consenso teórico.

Por outro lado, no plano político, a crise asiática teve um efeito mais contundente. O esboço de discussões reformistas propiciado pela crise mexicana de 1994 deu lugar a um intenso debate sobre a arquitetura do sistema financeiro internacional. Enfatizou-se a necessidade dos países em desenvolvimento aprimorarem os seus sistemas locais de governança sem, contudo, apontar-se para qualquer tipo de reforma mais radical na ordem internacional já estabelecida, o que implicaria um enfrentamento mais direto com os interesses dos países credores.

Tão surpreendente quanto a crise foi a rápida recuperação econômica do biênio 1999-2000, que veio acompanhada de um conjunto significativo de reformas estruturais. Alguns autores sugeriram que a crise asiática teria sido, no fundo, a crise de um modelo de desenvolvimento bem sucedido no passado: por esgotamento, em um contexto de liberalização, como no caso coreano; ou por insuficiência em sua consolidação, nos demais países. Se há elementos de verdade nesta afirmação, as reformas em curso estariam sinalizando para a conformação de um novo modelo de desenvolvimento na região? O capítulo cinco procura enfrentar esta questão. A análise dos anos que se seguiram à ruptura sugere a busca de um maior pragmatismo na gestão econômica, especialmente no que se refere ao processo de integração a um mundo globalizado e instável.

A conclusão consolida a visão do autor sobre o objeto. Ao longo da tese, no final de cada capítulo, com exceção do primeiro, buscou-se explicitar os elementos

derivados da análise mais diretamente vinculados à nossa própria visão. Porém, a dispersão daquelas pequenas conclusões impunha um momento de organização e fechamento.

Por fim, há que se destacar que, em certa medida, os capítulos constituem-se em ensaios independentes. Isto porque, ao longo do período 1997-2001, o autor teve a oportunidade de desenvolver trabalhos que foram apresentados em congressos e publicados em revistas especializadas¹. Parte deste material foi sendo alterado com os avanços da pesquisa, e incorporado nesta formatação final.

¹ Cunha (1997, 1998, 1999, 2000) e Cunha & Prates (1999, 1999b e 2001).

CAPÍTULO 1 – O MILAGRE ASIÁTICO EM PERSPECTIVA

1.1 O Debate em Torno do Desenvolvimento do Pacífico Asiático

O debate sobre o desenvolvimento econômico tem polarizado posições entre os que defendem e os que criticam a idéia de que os mecanismos de mercado são suficientes para garantir um crescimento sustentável e equilibrado. Entre os críticos destaca-se a percepção de que o Estado tem um papel crucial na indução e, em certas circunstâncias, no comando do processo de desenvolvimento. Argumentam que a ação estatal é diretamente proporcional às fragilidades e insuficiências dos mercados. Isto explicaria a maior presença econômica do Estado nos países de desenvolvimento retardatário¹.

A visão pró mercado tem sido sustentada pelo *mainstream* dos economistas profissionais e pelos organismos multilaterais de maior influência, como o FMI e o Banco Mundial (BM). Enfatiza-se que o mercado é a instituição que garante a maior eficiência na alocação dos recursos escassos. Os preços livremente determinados nos mercados sinalizariam a escassez relativa dos fatores de produção e, assim, indicariam os padrões de especialização produtiva. A partir do pós guerra, a experiência de industrialização das economias periféricas tem servido de pano de fundo para a explicitação destas posições. Em particular, o caso bem sucedido de crescimento sustentado dos países asiáticos tornou-se o centro das principais controvérsias.

Denomina-se de Pacífico Asiático (PA) a região formada pelo Japão, Coréia do Sul, Taiwan, Cingapura, Hong Kong, Malásia, Indonésia, Tailândia, Filipinas e China. O PA possui algo em torno de 30% da população mundial, distribuídos em 10% da área, gerando 25% da renda e 25% das exportações². A importância econômica e política desta região tem se ampliado.

A tabela 1.1 mostra que nas últimas três décadas o Pacífico Asiático em Desenvolvimento (PAD) cresceu em um ritmo bastante superior ao da economia mundial, ou do que regiões selecionadas, como os sete países mais industrializados

¹ Sobre o conceito de desenvolvimento tardio ou retardatário, com ênfase nas economias periféricas – América Latina e Ásia – ver Canuto (1994).

² Chama-se de Pacífico Asiático em Desenvolvimento (PAD) todos esses países, excluindo-se o Japão. Os *Newly Industrialized Countries* de primeira geração (NICs I) são a Coréia, Taiwan, Cingapura e Hong Kong; os de segunda geração, NICs II, Malásia, Indonésia, Tailândia e Filipinas. Além destes dois subgrupos há a China. Os dados de renda, população e área são estimativas do Banco Mundial (World Development Indicators, CD-room, 1999) para o ano de 1997. Os de exportação são da OMC (www.wto.org). Os cálculos são do autor.

(G7), ou os demais países em desenvolvimento. Com isso, sua participação média no PIB mundial mais do que dobrou nos anos 1990 em comparação com a década de 1970.

1.1 Crescimento Mundial e de Regiões Seleccionadas, 1971-2000 (%) ⁽¹⁾

	71-80	81-90	91-00
Mundo	4,2	3,4	3,1
G 7 ⁽²⁾	3,4	3,1	2,3
Países em Desenvolvimento ⁽³⁾	5,5	4,1	5,5
África	3,6	2,4	2,4
Ásia	5,2	6,9	7,5
Oriente Médio e Europa	6,4	3,0	3,5
América Latina	6,1	1,5	3,4
Economias em Transição	5,0	2,4	-3,3
Região do Pacífico Asiático ⁽²⁾	5,2	4,6	2,2
Pacífico Asiático em Desenvolvimento	7,9	6,8	5,5
NICs I	8,7	8,0	5,9
NICs II	7,3	5,6	4,7
Ásia 5 (países em crise)	7,4	6,6	5,3
Memória: Participação dos PIBs das Regiões no PIB Mundial ⁽⁴⁾ (%)			
G 7	56,6	61,1	66,0
Pacífico Asiático	10,5	15,0	20,0
Pacífico Asiático em Desenvolvimento	2,1	3,2	4,7
Ásia 5 (países em crise)	1,6	2,2	3,0

Fonte: Banco de Dados do World Economic Outlook (IMF, 2000). Elaboração do Autor

(1) Taxas reais de crescimento do PIB a preços constantes; médias aritméticas simples

(2) Taxas de crescimento médias, ponderadas pelo PIB corrente. Elaboração do autor.

(3) Estimativas do FMI. Médias simples calculadas pelo autor.

(4) PIB mundial estimado pelo FMI a partir das taxas de câmbio de mercado

Este crescimento veio acompanhado de profundas mudanças estruturais (tabelas 1.2 e 1.3). Verificou-se uma intensa urbanização e uma perda relativa de importância da agricultura na geração da renda. Isto foi a contrapartida da expansão da indústria, que cresceu mais de 9,5% ao ano, entre 1965 e 1997, contra 4% da agricultura. A extroversão, caracterizada pelo forte peso do comércio exterior no PIB, marcou esta transformação. Em nenhuma outra região do mundo, as exportações de bens e serviços ampliaram-se de um modo tão veloz - 9% ao ano, entre 1965 e 1997, contra 5,6% das exportações mundiais. Na Coreia este indicador foi de 16%, e em Hong Kong, Cingapura, Malásia, Tailândia e China, situou-se entre 10% e 12%.

Seguindo a tendência internacional, o Estado passou a desempenhar um papel cada vez mais relevante na geração e distribuição da renda, com um importante incremento na relação rendas do governo sobre o PIB (tabela 1.2). Além disso, enquanto na economia internacional, nos países de alta renda, na América Latina e na

África, a expansão média do consumo foi superior à dos investimentos, no Pacífico Asiático deu-se o contrário, com estes crescendo 9,7% ao ano, contra 6,7% daquele.

1.2 Mudanças Estruturais de Longo Prazo em Países e Regiões Seleccionados, 1970-1997.

Regiões/Indicadores	Agricultura		FT na Agric.		Pop.Urb.		Com. Ext.		Renda do Gov.	
	Valor Adic. % do PIB		% do total da FT		% do Total da Pop.		% PIB		Central - % PIB	
	1970	1997	1970	1990	1970	1997	1970	1997	1970	1997
Mundo	9	4	55	49	37	46	28	42	18	27
Leste e Pacífico Asiático	35	18	76	69	19	33	20	64	..	11
Japão	6	2	20	7	71	78	20	19	11	..
Coréia do Sul	27	6	49	18	41	83	38	77	15	22
Hong Kong, China	..	0	4	1	88	95	181	267	..	..
Cingapura	2	0	3	0	100	100	232	358	21	24
Malásia	29	12	54	27	34	55	80	187	20	23
Indonésia	45	16	66	55	17	37	28	56	13	17
Tailândia	26	11	80	64	13	21	34	93	12	18
Filipinas	30	19	58	46	33	56	43	108	13	19
China	35	19	78	72	17	32	5	41	..	5
Europa e Ásia Central	..	12	33	23	52	67	..	64	..	25
América Latina e Caribe	12	8	41	25	57	74	19	31	1	..
Oriente Médio e África do Norte	13	14	50	35	41	58	65	64	..	..
Sul da Ásia	43	25	71	63	19	27	12	31	..	15
África Sub-Saariana	21	18	78	68	19	32	48	64	19	..
Países de Alta Renda	5	2	13	6	72	76	29	41	19	29
Europa - União Européia	..	2	15	7	71	77	..	57	..	38

Fonte: World Development Indicators, 1999 - CD Room. Arranjos do Autor.

1.3 Tendências de Longo Prazo em Economias Seleccionadas, 1965-1997.

Regiões/Indicadores	PNB		Pop.		Valor Adic.			Consumo	Invest. Fixo	Exportação
	tx.anual de cresc. médio - %		tx.anual de cresc. médio - %		tx.anual de cresc. médio - %			Privado	Doméstico Bruto	de Bens e Serv.
	total	per capita	total	FT	Agric.	Ind.	Serv.	tx.anual de cresc. médio - %	tx.anual de cresc. médio - %	tx.anual de cresc. médio - %
	1965-97	1965-97	1965-97	1965-97	1965-97	1965-97	1965-97	1965-97	1965-97	1965-97
Mundo	3,2	1,4	1,8	2	2,2	..	..	3,4	3,2	5,7
Leste e Pacífico Asiático	7,3	5,4	1,8	2,2	4	9,5	7,8	6,7	9,7	9
Japão	4,4	3,6	0,8	1,1	-0,1	4,5	4,7	4,2	4,7	7,7
Coréia do Sul	8,2	6,7	1,5	2,6	2	12,3	8,2	7,4	12,4	16
Hong Kong, China	7,6	5,7	1,8	2,6	..	..	..	8	7,7	11,9
Cingapura	8,3	6,3	1,9	3,1	-1,4	8,6	8,3	6,7	9,6	12,2
Malásia	6,8	4,1	2,6	3,1	3,7	8,5	7,1	6,1	10,1	9,7
Indonésia	7	4,8	2	2,7	3,9	9,1	7,9	7,2	9,2	5,7
Tailândia	7,4	5,1	2,1	2,7	4	9,7	7,5	6,3	9	11,3
Filipinas	3,6	0,9	2,6	2,9	2,4	3,6	4	3,7	4,5	6,5
China	8,5	6,8	1,7	2,1	4,3	11,1	9,6	7,7	10,9	11,5
Europa e Ásia Central	..	..	0,8	0,9	..	..	..	..	..	..
América Latina e Caribe	3,5	1,3	2,1	2,8	2,6	3,2	3,9	3,9	1,8	5,6
Oriente Médio e África do Norte	3	0,1	2,8	2,8	4,5	1,2	4,2	..	..	..
Sul da Ásia	4,6	2,3	2,2	2,2	2,8	5,5	5,6	4,2	5,1	6,3
África Sub-Saariana	2,6	-0,2	2,8	2,6	1,9	2,3	3,2	2,7	-0,3	2,4
Países de Alta Renda	3,1	2,3	0,8	1,2	..	..	..	3,3	3,1	5,9
Europa - União Européia	..	..	0,4	0,7	..	..	..	..	..	5,5

Fonte: World Development Indicators, 1999 - CD Room. Arranjos do Autor.

O crescimento esteve associado a uma sensível ampliação na qualidade de vida da população em geral, expressa em indicadores como aumento do consumo per

capita, do acesso à água tratada, da escolaridade, redução da mortalidade infantil, entre outros (tabela 1.4). O PAD tem conseguido aliar crescimento com melhoria social, em uma trajetória distinta, por exemplo da experiência latino-americana. Em 1987, 418 milhões de pessoas (26,5%) da população da região situavam-se abaixo da linha de pobreza absoluta. Em 1998 este número era de 278 milhões de pessoas (15%). Outras regiões em desenvolvimento ou dos países em transição conviveram com um aumento no número absoluto e/ou relativo de pobres, neste mesmo período (Word Bank, 2000b e 2000e).

1.4 Indicadores de Desenvolvimento Social em Países e Regiões Selecionados, 1970-1997.

Regiões/Indicadores	Cons.Priv. - per capita cresc. médio anual (%)		Matrículas Líquidas Primárias % do grupo etário relevante				Tx. de Mortalidade Infantil		Tx. de Mortalidade menos de 5 anos		Água Potável
	1980-1997						por 1000		por 1000		% da pop.
	não corríg.	corrígido	Homens		Mulheres		nascimentos vivos				com aceso
		pela distrib.	1980	1996	1980	1996	1970	1997	1970	1997	1996
Mundo	3,1	2,1	..	..	..	..	98	56	152	79	75
Leste e Pacífico Asiático	6,8	4	..	101	..	102	79	37	128	47	77
Japão	2,9	..	101	103	101	103	13	4	21	6	96
Coréia do Sul	7	..	104	92	105	93	46	9	54	11	83
Hong Kong, China	5,2	..	95	88	96	91	19	5	..	..	..
Cingapura	4,9	..	100	..	99	..	20	4	27	6	100
Malásia	3,1	1,6	..	102	..	102	45	11	63	14	89
Indonésia	4,5	3	93	99	83	95	118	47	172	60	65
Tailândia	5,5	2,9	..	..	..	..	73	33	102	38	89
Filipinas	0,7	0,4	95	..	92	..	67	35	90	41	83
China	7,7	4,5	..	101	..	102	69	32	120	39	83
Europa e Ásia Central	..	..	..	93	..	92	..	23	..	30	..
América Latina e Caribe	0,5	0,2	..	..	..	..	84	32	123	41	75
Oriente Médio e África do Norte	0,7	..	..	91	..	83	134	49	200	63	..
Sul da Ásia	2,5	1,8	..	..	..	..	139	77	209	100	81
África Sub-Saariana	-2,1	-1,1	..	..	..	..	137	91	222	147	47
Países de Alta Renda	2,4	1,2	..	97	..	97	22	6	28	7	..
Europa - União Européia	2	1,3	..	101	..	100	25	5	29	6	..

Fonte: World Development Indicators, 1999 - CD Room. Arranjos do Autor.

As transformações econômicas e sociais ocorreram em um ambiente de relativa estabilidade macroeconômica (tabela 1.5). Em comparação com outros países de desenvolvimento recente, verificou-se, no PAD, níveis mais baixos de inflação e resultados fiscais mais favoráveis. Por outro lado, esses países não ficaram imunes às crises internacionais dos anos 1970 e 1980, e alguns conviveram com elevados déficits externos. Em geral, os principais indicadores macroeconômicos sinalizam o fato de que os NICs I tenderam a ter um desempenho mais favorável do que os NICs II, sendo que

estes mantiveram um comportamento mais próximo ao dos países latinos (World Bank, 1993, 1998b, IMF, 1998b).

1.5 Indicadores Macroeconômicos em Países Selecionados, 1975-1996

	Inflação (% ao ano)		Balança Fiscal (% PIB)*		Conta Corrente/PIB(%)**	
	1975-1985	1986-1996	1975-1985	1986-1996	1975-1985	1986-1996
China	2,7	11,6	-1	-1,9	0,4	0,4
Hong Kong	8,2	8	1,1	2,1	3	5,6
Indonésia	13,4	8,2	0,3	-0,5	-2	-2,8
Coréia	13,5	5,7	-2,2	-0,1	-3,7	0,9
Malásia	4,8	2,6	-5,3	-2,4	-3,2	-2,6
Filipinas	15,6	8,9	-2	-2,3	-5,1	-2,5
Cingapura	3,4	1,9	1,9	9,1	-7,2	9,5
Taiwan	6,3	3	0,3	-0,5	4,3	7,8
Tailândia	7,2	4,5	-3,7	2,1	-5,5	-4,9
Brasil	101,2	983,1	n.d.	-1,3	-3,6	-0,6
Chile	81	15,8	0,9	2,6	-6,5	-3,1
Índia	6,7	9,2	-6,8	-7,4	-0,7	-2
México	39,5	45,7	-5,2	-4	-2,3	-2,8

Fonte: IMF (1998b, parte II, p. 32)

* Governo Central ** Para Hong Kong, dados da balança de bens e serviços.

Esta descrição panorâmica revela o que há em comum na trajetória de desenvolvimento da região, porém esconde a significativa diversidade geográfica, econômica, política e social entre os países. O Pacífico Asiático abriga desde a China, uma nação continental, com um regime político fortemente centralizado, a maior população do mundo, relativamente menos urbanizada, cuja economia convive com uma significativa ingerência estatal, direta e indireta; até pequenas cidades-estado, como Hong Kong – hoje parte da China – e Cingapura, intensamente urbanizadas, com regimes liberais e alta especialização no setor de serviços financeiros.

Há o Japão, a segunda nação mais industrializada do planeta, pobre em recursos naturais e abundante em capital físico, humano e tecnologia; e países como Filipinas, Tailândia, Indonésia e Malásia, relativamente mais ricos em recursos naturais, com regimes políticos menos transparentes e níveis inferiores de renda per capita. Há a Coréia e Taiwan, países médios, do ponto de vista do tamanho da população e da renda, mas com alto dinamismo produtivo e tecnológico, e com a tradição de conformação de burocracias de Estado eficientes, menos propensas ao estabelecimento de relações individualizadas de favorecimento que suas congêneres dos NICs II.

Estas semelhanças e diferenças serão recorrentemente pontuadas ao longo desta tese, servindo de pano de fundo para o desenvolvimento dos seus argumentos centrais.

1.1.1 As Origens do Debate

Nos anos 1940 e 1950, a emergência do desenvolvimento econômico enquanto um campo autônomo de pesquisa introduziu elementos de racionalização da intervenção consciente do Estado na coordenação do processo, até então espontâneo, de industrialização nos países periféricos³. Em essência, argumentava-se que as falhas de mercado, estruturais naqueles países, justificariam a adoção de políticas ativas de suporte à industrialização.

Rosentein-Rodan (1943, 1984) apontava que em economias descentralizadas o problema central do desenvolvimento era garantir a coordenação dos investimentos. Individualmente os empresários tenderiam a refrear suas decisões de inversão, na medida em que não haveria garantias de que sua produção futura teria demanda suficiente. Esta seria gerada pelo conjunto dos investimentos correntes. Portanto, haveria de se coordenar os blocos de investimento quando da montagem simultânea de vários setores da cadeia produtiva. O planejamento seria crucial dada a presença de indivisibilidades e externalidades pecuniárias e tecnológicas – especialmente no que se refere ao treinamento da mão de obra, onde o capitalista individual não teria estímulos para investir em um ativo de baixa apropriabilidade. Isto levaria a idéia do *big push*, ou seja, da necessidade de estabelecer uma certa seqüência planejada de investimentos capaz de alavancar a industrialização. Este tipo de “crescimento equilibrado” estaria associado ao planejamento estatal⁴.

Da mesma forma, Nurkse (1953) considerava estes elementos centrais para a ruptura do “ciclo vicioso da pobreza”, na medida em que o progresso econômico não seria nem espontâneo, nem automático. Enfatizando o papel das economias de escala, das externalidades e dos vínculos “para frente” e “para trás” na cadeia produtiva, Hirschman (1958, 1981) defendia o “crescimento desequilibrado”, vale dizer: a

³ Para o pós guerra, incluía-se neste universo os países periféricos europeus.

⁴ Referindo-se ao seu trabalho de 1943, Rosenstein-Rodan (1984:216) afirma que a “(...) programação do investimento em países em desenvolvimento é necessária para corrigir distorções como as indivisibilidades,

priorização dos esforços de planejamento e ação política do Estado no suporte à implantação de setores industriais com fortes *linkages*. Se a noção de crescimento equilibrado sugere a busca de coordenação dos investimentos a partir de uma certa seqüência ideal de implantação dos setores industriais, a de crescimento desequilibrado remete à descontinuidade do processo de industrialização. Nos dois casos, o planejamento central ganha maior importância do que o sistema de preços, dada a especificidade de mercados caracterizados pela existência estrutural de falhas.

Gerschenkron (1962) analisou o processo histórico de industrialização dos principais países europeus, constatando a emergência de distintos padrões institucionais. De modo geral, quanto mais atrasado o país, maior o grau de intervenção do Estado sobre os mercados. O pioneirismo da revolução industrial inglesa estaria associado à incorporação de inovações tecnológicas em setores pouco sofisticados tecnologicamente, e cujos requisitos de capital eram relativamente baixos (Landes, 1969). Com isso, a industrialização inglesa pôde se dar de forma gradual e com um uso menos intensivo de capital e, assim, com um padrão de intervenção estatal menos direto, caracterizado mais pela busca da manutenção da estabilidade do ambiente econômico.

Já os países “atrasados”, como Alemanha e Rússia, iniciaram o desenvolvimento dos setores “modernos” no bojo da disseminação de uma segunda geração de indústrias – especialmente nos complexos químico, siderúrgico e metal-mecânico – muito mais intensivas em tecnologia e capital. Diante da escassez de recursos, especialmente de capital, da inércia da elite empresarial, do baixo desenvolvimento dos mercados de capitais etc., coube ao Estado envolver-se diretamente no processo de industrialização, através: da realocação dos recursos com a transferência de renda do setor agrícola para o industrial, da constituição de bancos públicos fortemente comprometidos com o financiamento das atividades industriais e, no limite, com o estabelecimento de empresas estatais ou com a participação do Estado. Esse padrão não seria muito diferente do verificado em processos ainda mais recentes, como no caso japonês e, no pós II Guerra Mundial, nos países em desenvolvimento, especialmente na América Latina, sul da Europa e Leste Asiático (Shapiro & Taylor, 1990).

externalidades, e falhas de informação. ‘Programação’ é somente uma outra palavra para a política econômica racional, deliberada, consistente e coordenada.”

Prebisch (1950, 1984), em um esforço de reflexão crítica e propositiva no âmbito da Comissão Econômica para América Latina e Caribe (CEPAL), buscou o entendimento das especificidades históricas do processo de desenvolvimento econômico latino americano, desde sua etapa primário-exportadora até a industrialização espontânea, substitutiva de importações. A inserção periférica dos países latinos, o caráter dual de suas economias e a necessidade de superar a dependência da produção exportadora de produtos primários, de menor elasticidade preço e renda, e cujos preços tenderiam a crescer menos que o das manufaturas (importadas), geravam o imperativo da industrialização como forma de consolidação nacional. E, para tanto, seria necessária uma postura ativa dos Estados Nacionais, através da promoção de políticas comerciais, industriais e cambiais ativas. Os mercados domésticos, mais do que a demanda externa, seriam a base para um novo padrão de crescimento. Esse padrão, compartilhado por outros países periféricos, passou a ser denominado de estratégia de substituição de importações ou estratégia de introversão.

É importante lembrar que o cenário político e econômico do imediato pós guerra era propício para o surgimento de ações políticas contundentes na direção do desenvolvimento da periferia capitalista. A instabilidade econômica dos anos 1920 e 1930 passou a ser percebida como a origem da ascensão do nazi-fascismo e, assim, de um conflito armado sem precedentes. Isto gerou uma forte desconfiança nas virtudes auto-reguladoras dos mercados. A crítica de Keynes à ortodoxia clássica deu credibilidade às idéias reformistas e seduziu toda uma nova geração de economistas insatisfeitos com as respostas convencionais ao grave problema do desemprego (Davidson, 1994). Havia um otimismo com relação à capacidade de se alocar recursos a partir de prioridades estabelecidas no plano político. O planejamento central soviético, a resposta de Roosevelt à crise norte-americana, o bem sucedido esforço de guerra dos aliados ocidentais e a reconstrução européia seriam as provas históricas da viabilidade da coordenação das atividades econômicas “fora” dos mercados (Meier, 1984, Hobsbawn, 1994).

Com a ruptura dos impérios coloniais dos países europeus e o avanço soviético na geopolítica internacional, criou-se um espaço de legitimidade para a colocação do problema do desenvolvimento das regiões “atrasadas” em um novo patamar. As novas

instituições multilaterais, como a ONU e o Banco Mundial (BM), bem como os governos dos países desenvolvidos e dos países em desenvolvimento, passaram a se defrontar com demandas objetivas pelo avanço do progresso material e do bem estar social, tanto no centro quanto na periferia capitalista. A necessidade de se desenvolverem técnicas e argumentos de convencimento estimulou o avanço da teoria e da política econômica. Por outro lado, do ponto de vista dos países periféricos, as lembranças dos “choques adversos”, como a crise de 1929 e as guerras mundiais, reforçavam a desconfiança no crescimento baseado exclusivamente nas exportações de produtos primários. Afirmava-se, assim, a busca por maiores graus de liberdade na determinação das suas trajetórias de crescimento. A industrialização periférica torna-se uma necessidade econômica e política, ainda que contrariando a teoria ricardiana das vantagens comparativas⁵.

Na década de 1960, iniciou-se uma forte reação neoclássica à teoria do desenvolvimento⁶. Denunciava-se que o protecionismo e o dirigismo estatal, nos marcos da industrialização substituidora de importações, estariam gerando graves distorções de preços e, por decorrência, uma crescente ineficiência alocativa. Esta se manifestaria no viés anti-exportação, na transferência de renda do setor primário para a indústria, na perda de dinamismo em termos de crescimento, no baixo desenvolvimento do mercado de capitais, nas recorrentes crises de balanço de pagamentos, elevada inflação e no predomínio de comportamentos *rent-seeking*⁷ (Kueger, 1974, 1995). O esforço de comprovação empírica destes problemas levou à constatação de que países que perseguiram políticas comerciais tidas como neutras, políticas cambiais e

⁵ Esses argumentos não são novos. Podem ser encontrados em boa parte da literatura não neoclássica que defrontou-se com a busca de explicações para o desenvolvimentismo do pós guerra. Sugere-se como referência básica os trabalhos de Meier (1984), Hirschman (1981) e Hobsbawm (1994).

⁶ No plano teórico, ver a coletânea organizada por Bhagwati (1969). Para uma *survey* da literatura teórica e empírica, ver Balassa (1989).

⁷ Na perspectiva estruturalista, tanto os problemas de inflação quanto de balanço de pagamentos seriam uma decorrência dos desequilíbrios estruturais das economias periféricas, agravados pelo crescimento acelerado: o menor dinamismo do setor agrícola em um contexto de forte urbanização, a escassez de dólares – agravada pela reação do Banco Mundial e FMI, contrários ao intervencionismo “inflacionário” que, na sua opinião geraria os desequilíbrios interno e externo – as discontinuidades setoriais decorrentes dos *big pushes*, etc. Por outro lado, como argumentado anteriormente, o pessimismo exportador não era gratuito; bem como o otimismo intervencionista (Meier, 1984, Hirschman, 1981). Ainda assim, é importante lembrar que os economistas neoclássicos não detém o monopólio da crítica às ineficiências geradas pelo processo de substituição de importações. Já nos anos 1960 os relatórios anuais da CEPAL apontavam para a necessidade de reverter o viés anti-exportação (Bielschowsky, 1999).

monetárias realistas, seriam capazes de reduzir as distorções de preços e acelerar o desenvolvimento⁸.

A partir dos anos 1970, este debate polarizou-se em torno do desempenho das economias asiáticas de industrialização recente. Assim, enquanto parte da periferia, especialmente a América Latina, teria reafirmado sua opção pela estratégia introvertida, os países asiáticos teriam perseguido um conjunto distinto de políticas. Como resultado, houve um descolamento nas trajetórias comparadas das duas regiões. Os asiáticos recobram-se rapidamente dos choques externos do período – os aumentos no preço do petróleo, o choque de juros e a crise da dívida do início dos anos 1980 – e consolidaram um processo sustentado de crescimento com estabilidade. Alguns países latinos mantiveram algum fôlego na década de 1970, mas adentraram os anos 1980 com reduzido crescimento e forte instabilidade.

1.1.2 Estratégias Alternativas de Desenvolvimento

O desempenho superior das economias asiáticas passou a servir de base para a afirmação de que um conjunto de políticas específicas seria mais adequado para garantir crescimento com estabilidade. Em essência, tratava-se de definir uma certa delimitação da ação do Estado, combinada a um certo regime ou estratégia comercial. Aceita a existência de imperfeições nos mercados, caberia ao Estado: (i) definir o arcabouço institucional de referência para as decisões privadas, ou seja, garantir o direito de propriedade e, assim, de transferência dos ativos (físicos, financeiros e intelectuais); (ii) prover bens públicos e infra-estrutura; (iii) estabelecer informações e regulação dos padrões de ampla utilização (pesos, medidas, normas de segurança no trabalho, etc.); (iv) através da política fiscal e monetária, garantir a estabilidade macroeconômica; e (v) através do regime comercial aproximar os preços internos dos

⁸ Balassa (1970) compara o desempenho de um conjunto de economias “semi-industrializadas”, encontrando um desempenho superior nas que seguiam uma estratégia de extroversão (Dinamarca e Noruega), em relação às de estratégia introvertida (Argentina e Chile) e as economias socialistas (Hungria e Checoslováquia). Desempenho manifesto em termos de crescimento do produto, eficiência dos investimentos e acesso à poupança externa, devido a um maior dinamismo exportador. Dinamarca e Noruega teriam eliminado as restrições quantitativas às importações, reduzido suas tarifas alfandegárias a níveis inferiores à média dos países desenvolvidos, bem como adotado políticas cambiais realistas e de juros reais positivos. No trabalho clássico de Little et al (1970) estuda-se o desempenho comparativo de Argentina, Brasil, México, Índia, Paquistão, Filipinas e Taiwan. Da mesma forma que Balassa (1970), faz-se a crítica às distorções geradas pela industrialização substitutiva de importações. Além disso, procura-se associar as reformas realizadas nos anos 1960 em alguns dos países, no sentido de reduzir o viés anti-exportação, aos níveis mais elevados de crescimento e bem estar (melhor distribuição de renda).

externos, estabelecendo critérios mais rígidos de eficiência para as decisões de alocação (World Bank, 1987, Balassa, 1989, Pack, 1988, Little et. al., 1970)

Os vínculos entre regime comercial e industrialização foram analisados pelo BM em seu relatório sobre o desenvolvimento mundial de 1987 (World Bank, 1987). Procurava-se identificar qual estratégia comercial seria capaz de sustentar uma dinâmica de crescimento acelerado, a partir da industrialização. Estabeleceu-se, inicialmente, dois tipos gerais de estratégia comercial: (i) a estratégia de extroversão – *outward-oriented strategy* – caracterizada pelo fato de que as políticas comercial e industrial não discriminariam a produção voltada ao mercado doméstico ou às exportações; (ii) e a estratégia introvertida – *inward-oriented strategy* - na qual os incentivos seriam viesados a favor da produção direcionada ao mercado interno, criando um viés anti-exportação⁹. Alerta-se para a confusão de se considerar a primeira como sendo uma estratégia de promoção de exportações. Ter-se-ia, na verdade, uma estratégia não discriminatória ao comércio internacional. Ao passo que a segunda seria equivalente à estratégia de substituição de importações.

O conceito de neutralidade nos regimes comerciais é essencialmente empírico. Parte do pressuposto de que o efeito agregado das políticas de incentivo – comerciais e industriais – devem ser uniformes para todos os bens transacionáveis. O maior ou menor desvio deste padrão ideal identificaria o grau de extroversão ou introversão da estratégia. Uma primeira aproximação para o cálculo do viés do regime comercial está na taxa nominal de proteção. Esta equívale à diferença entre o preço doméstico e o preço internacional, como percentagem deste. Mensura-se pela razão entre a tarifa nominal média de importação e a taxa média de proteção aos produtos exportados. Uma taxa unitária revela neutralidade entre os incentivos à produção doméstica vis-à-vis as exportações. Uma taxa maior do que um indica um viés anti-exportação.

⁹ “A proteção transfere a demanda para os produtos produzidos domesticamente. A exportação é, então, desencorajada pelo crescimento no custo dos insumos importados e pelo crescimento do custo dos insumos domésticos com relação ao preço recebido pelos exportadores. Este aumento no custo relativo dos insumos domésticos pode ocorrer através da inflação interna ou da apreciação da taxa de câmbio após a imposição de barreiras à importação. De fato, a proteção coloca uma taxa sobre as exportações. Essa taxa implícita é, as vezes, ampliada com os subsídios de exportações..... 10% de tarifas sobre todas as importações junto com 10% de subsídios em todas as exportações seriam equivalentes à uma depreciação cambial de 10% sem tarifas ou subsídios de exportação. Tal política não discriminaria entre exportações e importações, sendo, então, uma estratégia extrovertida. Mas a combinação de subsídios de exportação e tarifas de importação envolve custos administrativos; na prática a política raramente é, se é que é, desenhada para estimular o comércio liberal.” (World Bank, 1987:78)

Porém, a taxa nominal de proteção não captura o efeito dos incentivos nos insumos utilizados na produção de bens transacionáveis. Para tanto, pode-se estimar a taxa efetiva de proteção, que considera o valor adicionado na produção, e não o preço final. Calcula-se pela relação entre a taxa efetiva média de proteção às importações e a taxa efetiva média de proteção às exportações¹⁰ (World Bank, 1987:79).

A partir da taxa efetiva de proteção e de outros indicadores quantitativos e qualitativos, como o uso direto de controles sobre importações - quotas e licenças, de modo que, *coeteris paribus*, quanto maior a ênfase nestes instrumentos, maior a introversão - a existência de incentivos diretos às exportações e o grau de apreciação cambial - que tenderia a ser maior na estratégia introvertida -, dividiu-se a amostra de 41 países em desenvolvimento em quatro grupos: fortemente extrovertidos, moderadamente extrovertidos, moderadamente introvertidos e fortemente introvertidos¹¹.

Analisou-se o desempenho comparado destas economias entre 1963-1973 e 1973-85. Somente três economias foram consideradas fortemente extrovertidas nos dois momentos enfocados: Hong Kong, Coréia do Sul e Cingapura. Nas economias moderadamente extrovertidas, destacou-se a permanência, nos dois períodos, de Malásia, Tailândia e Brasil. Entre as economias introvertidas, predominaram países latino-americanos, africanos, do sul e sudeste asiático e do antigo bloco socialista¹².

¹⁰ A taxa efetiva de proteção às importações é calculada pela diferença entre o valor adicionado em preços domésticos (v) com o valor adicionado em preços internacionais (v'), em termos percentuais deste último, ou seja: $(v' - v/v) \cdot 100$. Para as exportações segue-se o mesmo procedimento, incluindo-se os subsídios às exportações em v . Note-se que, desta forma, pode-se chegar a uma situação extrema em que a taxa efetiva de proteção às importações é negativa, indicando uma destruição de valor, ou seja: a produção doméstica é tão ineficiente que, se medida em preços internacionais teria um valor adicionado negativo (World Bank, 1987).

¹¹ O Banco Mundial admitia que, por vezes, as fronteiras entre os grupos eram arbitrárias. Porém, procurou-se estabelecer os seguintes critérios de diferenciação: (i) nos países **fortemente extrovertidos**, os controles sobre o comércio eram reduzidos ou nulos, de modo que barreiras à importação eram relativamente contrabalançados por incentivos às exportações; usavam-se pouco os mecanismos diretos de controle (quotas e licenças), o câmbio era realista e a proteção efetiva de importações e exportações eram relativamente iguais; (ii) nos **moderadamente extrovertidos**, a estrutura geral de proteção era viesada em favor do mercado doméstico, porém a taxa média de proteção do mercado interno tendia a ser baixa, e com uma reduzida dispersão; o uso de controles direto era limitado e os incentivos às exportações não superaram a proteção doméstica; com isso, a taxa efetiva de proteção às importações era levemente maior que a das exportações; (iii) os **moderadamente introvertidos**, diferenciavam-se dos moderadamente extrovertidos pelo uso mais intenso dos controles diretos, pela clara valorização cambial, e pelo nível mais elevado da proteção efetiva às exportações com relação às importações; (iv) por fim, nos **fortemente introvertidos**, ampliavam-se o viés anti-exportação, o uso de controles diretos, e o grau de valorização cambial, e reduziam-se os incentivos às exportações não tradicionais (World Bank, 1987:82).

¹² Ver quadro 5.1 (World Bank, 1987:83). O BM destacou que muitos países alteraram suas estratégias nos dois períodos. Chile, Turquia, Uruguai, Paquistão, Sri Lanka e Tunísia teriam optado por estratégias de maior extroversão. No sentido oposto, Bolívia, Camarões, Colômbia, Costa Rica, Costa do Marfim, Guatemala, Indonésia, Madagascar e Nigéria, teriam aprofundado suas tendências de introversão.

Esta periodização seguiu a tradição da literatura neoclássica de enfatizar as mudanças de política econômica nos anos 1960 como sendo a origem das estratégias extrovertidas. A *survey* de Balassa (1989) sustenta que a década de 1960 representou um ponto de ruptura na trajetória dos países em desenvolvimento. Enquanto alguns promoveram reformas políticas de liberalização comercial e realismo cambial e monetário – taxas cambiais não valorizadas e taxas de juros reais positivas – caracterizando uma opção extrovertida, que os conduziram a um desempenho econômico superior, outros limitaram suas reformas ou não as fizeram. Mantiveram a opção introvertida ou, até mesmo, aprofundaram o processo de industrialização substitutivo de importações, agora alimentado por um crescente endividamento externo. Nos anos 1970, com a recorrência dos choques externos, acentuou-se essa diferenciação. Não estranhamente, a literatura neoclássica costuma apontar nestas opções de política a raiz do sucesso dos países asiáticos vis-à-vis os demais países em desenvolvimento, especialmente os latino-americanos (Chowdhury & Islam, 1993, World Bank, 1993, Krueger, 1995, Birdsall & Jaspersen, 1997).

Este estudo do BM (World Bank, 1987) não demonstrou, de forma irrefutável, que a extroversão levaria a um desempenho econômico superior¹³. Porém, ao comparar o conjunto dos países da amostra, sugere-se que os extrovertidos tenderam a ter um padrão de crescimento mais dinâmico, estável e eficiente. Tomando os dois extremos, os fortemente extrovertidos *versus* os fortemente introvertidos, verificou-se um profundo *gap* no crescimento do PIB real, do PIB real per capita e das exportações de manufaturas, além de uma diferença significativa da eficiência do investimento e do

¹³ O BM deixa em aberto uma série de questões cruciais (World Bank, 1987): “Os vínculos entre a estratégia comercial e o desempenho macroeconômico não são totalmente claros. A extroversão leva a um desempenho econômico melhor, ou desempenhos econômicos superiores abrem caminho para uma orientação extrovertida?” (p.83). Ao comentar o vigor das exportações de manufaturados nos países extrovertidos, deixa-se um lacuna explicativa quanto aos seus efeitos de causalidade sobre o crescimento: “Esse crescimento nas exportações de manufaturas foi, **provavelmente**, um fator importante na geração de um rápido crescimento econômico....” (p.85). Na questão dos vínculos entre extroversão/introversão e poupança, afirma-se: “Vários estudos encontraram uma forte correlação entre crescimento das exportações e a poupança doméstica, porém a questão permanece sem solução.” (p.91, grifos do autor). E no que diz respeito ao aumento de produtividade.... “A evidência empírica está longe de ser conclusiva, mas a experiência de crescimento de produtividade nos países em desenvolvimento, durante o pós guerra, sugere que a política comercial é importante.” (p.92). Estudos mais recentes apontam a dificuldade de estabelecer elos de causalidade entre as variáveis determinantes do crescimento do produto, em análises *cross-country*, não só devido a qualidade e comparabilidade dos dados mas, também, como atestam Collins & Bosworth (1996:139), é “.... amplamente reconhecido que porque esses estudos sofrem com a simultaneidade, multicolinearidade, e reduzidos graus de liberdade, devem ser interpretados com cuidado.”

nível de poupança¹⁴. Essas diferenças se reduziam quando comparavam-se os países moderadamente extrovertidos e os moderadamente introvertidos¹⁵.

No que se refere aos vínculos entre estratégia comercial e industrialização, reforçou-se a percepção de maior dinamismo nas estratégias extrovertidas, conforme a síntese apresentada na tabela 1.6. Do ponto de vista do crescimento real do valor adicionado, do emprego na indústria, e da participação do valor adicionado industrial (VAI) no PIB, constatou-se que, em média, os países extrovertidos tiveram um desempenho melhor. Especialmente no período de 1973-1985, em meio aos choques externos oriundos do aumento no preço do petróleo e dos juros, bem como da estaginflação dos países centrais. A diferença entre os países moderadamente extrovertidos e moderadamente introvertidos seria tênue. De fato, estes últimos apresentaram um maior crescimento real do VAI, nos dois períodos. Na verdade, foram os países fortemente extrovertidos, Coreia do Sul, Hong Kong e Cingapura, que apresentaram uma performance nitidamente diferenciada. Como será analisado posteriormente, esta constatação serviu de base para novos trabalhos do BM, buscando enfatizar as razões do sucesso asiático.

¹⁴ No período 1963-73 o PIB real cresceu, em média, 9,5% a.a. nos fortemente extrovertidos, contra 4,1% a.a. nos fortemente introvertidos. Entre 1973-85, passa-se a uma diferença de 7,7 contra 2,5. Em termos de PIB real per capita, tem-se um crescimento médio anual de 6,9% para o primeiro grupo de países, no primeiro período, contra 1,6% a.a. do último grupo. No segundo período, os fortemente introvertidos tem uma queda média da renda per capita de 0,1% a.a., contra um crescimento de 5,9% do "tigres asiáticos". O nível de poupança sobre o PIB passa, para os "tigres", de 13%, em média, para mais de 31% em 1985. Os fortemente introvertidos mantiveram taxas de poupança entre 15% e 20% entre 1963 e 1985. A relação entre o volume de investimentos e o crescimento do PIB—ICOR (*incremental capital-output ratio*) — foi significativamente menor nos países fortemente extrovertidos, 2,5 e 4,5, nos dois períodos, contra 5,2 e 8,7 dos fortemente introvertidos. Indicando, portanto, maior eficiência nos investimentos nos primeiros. A estratégia extrovertida revela-se em taxas de crescimento das exportações, 14,8% a.a. e 14,2% a.a. em 1963-73 e 1973-85, mais do que o dobro do verificado nos fortemente introvertidos. Com relação à inflação, as diferenças não são tão grandes, ainda que ela tenha sido menor nos fortemente extrovertidos (World Bank, 1987:84-85)

¹⁵ Somente no crescimento das exportações de manufaturados o desempenho dos moderadamente extrovertidos mostrou-se significativamente superior (inclusive com relação aos fortemente extrovertidos). Porém, perderam no que se refere à inflação no período 1973-85 (World Bank, 1987:84-85)

1.6 Industrialização e Estratégias Comerciais nos Países em Desenvolvimento, 1963-1985

Estratégia Comercial	Valor Adicionado na Indústria		VAI/PIB		Emprego Industrial	
	Crescimento anual real - %		média - %		Cresc. anual médio (%)	
	1963-73	1973-85	1963	1985	1963-73	1973-84
Fortemente Extrovertido	15,6	10	17,1	26,3	10,6	5,1
Moderadamente Extrovertido	9,4	4	20,5	21,9	4,6	4,9
Média – Extroversão	10,3	5,2	20,1	23	6,1	4,9
Moderadamente Introverso	9,6	5,1	10,4	15,8	4,4	4,4
Fortemente Introverso	5,3	3,1	17,6	15,9	3	4
Média – Introversão	6,8	4,3	15,2	15,8	3,3	1,2

Fonte: World Bank (1987:87). Arranjos do autor.

Em síntese, para o BM “... um crescimento econômico rápido e uma industrialização eficiente estão normalmente associados à políticas comerciais extrovertidas.... (e) economias que seguiram políticas comerciais introvertidas tiveram um desempenho medíocre.” (World Bank, 1987:92-93). A extroversão aumentaria a pressão concorrencial sobre os agentes, forçando decisões mais eficientes de alocação dos recursos, refletidas em maior eficiência do investimento e taxas mais elevadas de incremento da renda real per capita. Porém, a agenda de pesquisa do BM - refletindo a visão do *mainstream* da Economia - sobre o desempenho comparado das economias em desenvolvimento não limitava-se à questão “estratégia comercial *versus* crescimento”. No fundo, o problema central era a identificação dos papéis reservados ao Estado e aos Mercados no processo de desenvolvimento econômico¹⁶.

1.2 Estado *versus* Mercado: Em busca de Uma Síntese

Em 1991, o BM lançou um documento que tinha por objetivo sintetizar sua experiência sobre o tema desenvolvimento. “O Desafio do Desenvolvimento” (BM, 1991) procurou resolver a dicotomia Estado *versus* Mercado. Defendia os mercados competitivos, “... o melhor meio encontrado até hoje de organizar eficientemente a

¹⁶ Neste sentido, os autores neoclássicos sustentam a superioridade da estratégia extrovertida, nos termos citados anteriormente. Chowdhury & Islam (1993:45) coletaram algumas citações de autores de referência neste debate. “A evidência é conclusiva: países que aplicaram estratégias de desenvolvimento extrovertidas tiveram um desempenho superior em termos de exportação, crescimento e emprego, enquanto que países com continuada orientação introvertida depararam-se com dificuldades econômicas crescentes” (Balassa). “Parece ser um sólido fato estilizado nas economias em desenvolvimento: um movimento sustentado em direção a regimes comerciais extrovertidos leva a um crescimento mais rápido das exportações e da renda.” (Lal e Rajapatirana). “A experiência tem sido que o desempenho de crescimento é mais satisfatório sob estratégias de promoção de exportação..... do que sob estratégias substitutivas de importação..... Há poucas dúvidas da ligação entre desempenho exportador e crescimento.” (Krueger)

produção e a distribuição de bens e serviços” (p.1), mas acrescentava que caberia ao Estado suprir o arcabouço jurídico e normativo que regula as relações de mercado, além de atuar onde este apresentasse insuficiências comprovadas. Ao renegar o velho dilema intervenção ou *laissez faire*, o BM redefinia os espaços da ação política, a partir do estabelecimento de um **aporte favorável às forças de mercado** – *market-friendly approach*. As intervenções passavam a ser aceitas sempre que **relutantes**¹⁷, **disciplinadas** pela concorrência interna e externa, e **abertas**, com regras simples e transparentes.

Para chegar a essas conclusões o BM adotou a metodologia, recorrente, de análise comparativa: (i) avaliou a experiência dos países em desenvolvimento; (ii) constatando que os que mais avançaram foram aqueles que teriam seguido as regras depois sintetizadas no seu aporte favorável ao mercado. Estes países seriam os NICs (Newly Industrialized Countries) asiáticos. Na verdade, este procedimento aparece em vários relatórios anuais sobre o desenvolvimento econômico mundial do Banco¹⁸.

1.2.1 O Milagre Asiático: A Nova Versão Oficial

Em 1993, o BM lançou um estudo onde procurava aprimorar suas teses centrais sobre as causas do “milagre asiático”. O “The East Asian Miracle” (World Bank, 1993 - EAM, de agora em diante) foi elaborado a partir de pressões japonesas¹⁹, com o intuito de ser a versão mais bem acabada sobre a história de sucesso do desenvolvimento dos países do leste asiático. Desde o final do anos 1980 o Japão tornou-se o segundo maior acionista do Banco Mundial²⁰, atrás apenas dos EUA²¹. Na ótica daquele, seu crescente peso financeiro na instituição deveria ter por contrapartida

¹⁷ Aqui, trata-se de “(deixar) que os mercados funcionem por si mesmos, a não ser que se possa demonstrar que é melhor intervir.” (p.6). Os bens públicos, como educação básica, infra-estrutura, controle populacional, proteção do meio ambiente, etc., são aceitáveis, mas não o é a ação empresarial do Estado.

¹⁸ Com especial ênfase nos relatórios de 1978, 1981, 1987 e 1996.

¹⁹ Ver Wade (1996), Page (1994), Kwon (1994), Amsden (1994).

²⁰ Além disso, em 1989 já possuía o maior programa de ajuda bilateral do mundo; em 1990, tornou-se o segundo maior acionista da International Finance Corporation, filial do Banco Mundial para empréstimos ao setor privado; detendo, no início da década de 1990, 50% da poupança líquida dos países desenvolvidos, sendo a principal fonte de investimento direto externo (Wade, 1996:6)

²¹ O Relatório Anual do Banco Mundial de 2000, disponível em sua *homepage* (www.worldbank.org), mostra o EUA, com US\$ 32 bilhões de capital subscrito, seguido do Japão, com US\$ 13,5 bilhões.

uma maior representação. Queria validar suas práticas pouco ortodoxas frente à hegemonia do pensamento anglo-saxônico²².

A questão do crédito direcionado tornou-se central para estimular as reivindicações dos japoneses. No final dos anos 1980, o Ministério das Finanças do Japão colocava-se em linha de choque com o BM, ao criar um fundo para direcionar crédito ao setor privado nos países do leste asiático: o Fundo de Desenvolvimento Japonês, administrado por sua principal agência de ajuda, a OECF. Além disso, dois momentos marcaram a intenção dos japoneses em afirmar o modelo asiático de desenvolvimento: o lançamento de um documento propositivo ao BM, onde defendia políticas estratégicas, com uma presença ativa do Estado, para os países em desenvolvimento²³; e uma enfática declaração do então Presidente do Banco Central do Japão, que conclamava o BM à estudar a especificidade do desenvolvimento asiático²⁴. Tais pressões resultam no início dos trabalhos do EAM²⁵.

²² Devemos destacar que a presidência da Banco Mundial sempre ficou com os americanos, que sua presença no *staff* daquela instituição é proporcionalmente muito maior do que a sua participação acionária, e que 2/3 dos quadros do BM eram formados em universidades americanas, número que sobe para 80% se incluídas as universidades inglesas. (Wade, 1996:16)

²³ O trabalho do Ministério das Finanças japonês, intitulado “Questões Relacionadas ao Aporte do Banco Mundial para o Ajuste Estrutural: Propostas de um Parceiro Estratégico”, propõe: (i) que para os países em desenvolvimento alcançarem o crescimento sustentado, o governo deveria adotar medidas que promovessem, diretamente, os investimentos; (ii) que estas medidas deveriam fazer parte de uma política industrial explícita, voltada para a promoção de setores líderes no futuro; (iii) que o crédito direcionado e subsidiado seria fundamental em condições de mercados financeiros fortemente imperfeitos; (iv) que as decisões estratégicas não poderiam ficar somente a cargo dos interesses privados; (v) o que levaria a considerar o exemplo das políticas fiscal e monetária do Japão no pós II GGM, baseadas da tributação diferenciada e no fortalecimento das instituições financeiras. Desde logo, o BM marcou posição contrária à política de crédito direcionado japonês que, diga-se de passagem, evidenciava o objetivo estratégico de estimular a extroversão do capital japonês na região, ao auxiliar o desenvolvimento do leste asiático (Wade, 1996:10).

²⁴ Declarou Yasushi Mieno: “A experiência da Ásia tem mostrado que embora as estratégias de desenvolvimento requeiram um saudável respeito aos mecanismos de mercado, o papel do Estado não pode ser esquecido. Eu gostaria de ver o Banco Mundial e o FMI tomando a liderança em um amplo estudo que definiria os alicerces teóricos deste aporte e clarificaria as áreas nas quais ele possa ser aplicado de forma bem sucedida em outras partes do globo.” (Wade, 1996:11)

²⁵ Seu financiamento, de US\$ 1,2 milhão, ficou por conta do Human Resource Development, um fundo japonês para o BM. Entender a construção política do EAM é fundamental para que se possa identificar suas principais características e conclusões. Inicialmente deve-se destacar a tensão entre três pólos distintos. O grupo de estudos do EAM formado por economistas não asiáticos, de orientação neoclássica, liderados por Jonh Page (Oxford). Ao longo do trabalho acabam concluindo que as políticas intervencionistas poderiam ter contribuído para o crescimento, ainda que não tenham encontrado meios de arregimentar provas irrefutáveis. Junto com o então economista chefe e vice-presidente do *Board* do BM, Lawrence Summers (Harvard – secretário do Tesouro dos EUA na segunda administração Clinton) esse grupo viu-se diante da posição de defesa de uma ampliação da fronteira do debate ortodoxo sobre o desenvolvimento econômico, expresso mais explicitamente nas primeiras versões do EAM. Outro pólo era representado pelo Vice-Presidente do BM para o Leste Asiático, Gautam Kaji, que sustentava a explicação neoclássica revista anteriormente, expressa no “Desafio do Desenvolvimento” (BM, 1991) e capitaneada por economistas de Chicago. Defendia-se uma visão de livre mercado para a condução de políticas de desenvolvimento: o aporte *market-friendly*. Por fim, no extremo oposto, havia o interesse japonês de enfatizar a sua experiência mais intervencionista. O texto final é marcado pela tensão estabelecida entre estes pólos e, acima de tudo, pelo processo de filtragem interna às instâncias hierárquicas do BM. Com isso procurou-se adequar os diversos interesses, sem

O EAM parte de uma constatação já usual em todos os trabalhos referentes ao desenvolvimento asiático: a de que esta foi a região que mais cresceu no mundo entre as décadas de 1960 e 1990, sendo bem sucedida no incremento da renda total e per capita, garantindo uma maior equidade e melhoria nos indicadores sociais.

O segredo deste desempenho estaria, em essência, na correta perseguição dos fundamentos econômicos, quais sejam: (i) a estabilidade macroeconômica, com a inflação sob controle e taxas de câmbios competitivas, criando assim um clima propício para os investimentos privados; (ii) o investimento na capacitação do capital humano e em infra-estrutura; (iii) a criação de um sistema financeiro efetivo e seguro²⁶; (iv) a abertura ao mercado externo, facilitando o acesso à tecnologia e evitando-se as distorções de preço, e; (v) o desenvolvimento do setor primário, evitando-se um viés anti-agricultura²⁷.

Tais elementos não vão muito além das visões neoclássica e *market-friendly* (World Bank, 1993, Balassa, 1989, Little et. al., 1970). A primeira atribui o sucesso asiático à estabilidade macro, à existência de um arcabouço legal que promoveria a competição doméstica e internacional, ao legítimo investimento público na formação do capital humano e à ausência de controles de preço e políticas discricionárias, minimizando as distorções de preço. Na segunda, além daqueles, é admitida a influência sobre o crescimento asiático de um efetivo, mas cuidadosamente limitado, intervencionismo. Ou seja, com ações que viriam no sentido pró mercado, buscado-se sanar as imperfeições deste, de modo a garantir que os preços refletissem, da forma mais correta possível, a escassez relativa dos fatores de produção, facilitando as decisões privadas.

Neste contexto, o EAM procurou aprimorar, dentro do campo convencional, as versões neoclássica tradicional e *market-friendly*. Claramente, seu objetivo era avaliar o papel das políticas públicas no crescimento, admitindo que o correto desempenho dos fundamentos apenas responderia por parte da história do sucesso asiático. Não se poderia mais negar a intervenção ativa dos governos dos países asiáticos de alto

contudo se escapar muito do eixo teórico central de defesa dos mecanismos de mercado. Vale dizer, sem contrariar às expectativas americanas (Wade, 1996, Amsden, 1994).

²⁶ Com relação ao dos demais países em desenvolvimento. Este ponto destoa completamente de muitas das explicações pós crise asiática, que enfatizaram o *crony capitalism*, espreço em relações espúrias entre bancos, indústria e governo, conforme está detalhado nos capítulos 4 e 5.

desempenho (PAADs) – Japão, Coréia do Sul, Taiwan, Cingapura, Hong Kong, Malásia, Indonésia e Tailândia - , no sentido de moldar o crescimento econômico. Não se poderia mais negar a existência do *targeting* industrial, do crédito direcionado e dos juros subsidiados, do protecionismo seletivo, do auxílio (subsídio) aos setores em declínio, do suporte aos bancos públicos, dos investimentos em P&D, da promoção de exportações através de instituições específicas e da cobrança de melhor desempenho do setor privado, e do compartilhamento de informações entre os agentes privados e públicos. Enfim, seria impossível negar um fato óbvio: houve crescimento e houve intervenção ativa por parte dos governos, de modo que não se poderia afirmar, *a priori*, que a segunda obstaculizou o primeiro.

Diante deste dilema, considerado um problema metodológico, propôs-se avançar sobre o aporte *market-friendly*, através do desenvolvimento de um **arcabouço funcional do crescimento**, onde divide-se as intervenções em dois tipos: **fundamentais** e **seletivas**. Ambas articuladas com os determinantes últimos do crescimento: acumulação de capital físico e humano, alocação eficiente dos recursos e incremento da produtividade.

As políticas fundamentais são aquelas destacadas pelas visões neoclássica e *market-friendly*, ou seja, a estabilidade macro, o aprimoramento do capital humano, a constituição de sistemas financeiros seguros e efetivos, o limite às distorções de preço e a abertura externa. As políticas seletivas incluem a repressão financeira moderada (juros abaixo do ponto de equilíbrio), o crédito direcionado, a promoção industrial seletiva e as políticas comerciais que incentivam os setores não tradicionais. Aqui é importante destacar um argumento de Wade (1996): o EAM vê-se diante de um arranjo semântico e conceitual. O que se chama de política seletiva não necessariamente é sinônimo de política específica a um determinado setor ou empresa. Com isso, pode-se afirmar que ainda que as políticas seletivas tenham tido algum impacto sobre o crescimento e a transformação das estruturas produtivas dos PAADs, elas não foram tão efetivas quanto afirmam os autores “revisionistas”²⁸. Seriam importantes somente

²⁷ De fato, por mais que a indústria tenha crescido, em média, mais do que o dobro da agricultura, o ritmo de expansão deste setor no PAD, superou, nas últimas três décadas, a média mundial e das demais regiões desenvolvidas e em desenvolvimento (com exceção do Sul da Ásia) – ver tabela 1.2, neste capítulo.

²⁸ Entre outros, Amsden (1989), Wade(1990), Jonhson (1987), Chang (1994), Singh (1996), Lall (1995) que partem de uma visão crítica à interpretação neoclássica. Eles destacam a ação política na promoção extensiva dos setores, através do *targeting*. Apontam que os mercados de capitais não eram livres - havia repressão financeira. Afirmam, enquanto idéia central, que o governo pode acelerar o crescimento “governando o mercado” e “tomando o preço errado”, ou seja construindo vantagens comparativas através de políticas estratégicas. A distorção dos incentivos

aquelas políticas não específicas (a setor, empresas, produtos ou tecnologias) e que funcionassem no sentido pró mercado como, por exemplo, um estímulo genérico às exportações.

1.2.2 EAM: a Construção dos Argumentos

Este aporte apresenta uma dupla funcionalidade. Incorpora no modelo explicativo elementos heterodoxos, associados à efetividade da intervenção governamental. Mas, por outro lado, possibilita a construção de um argumento que acabou criando uma visão reducionista da experiência asiática: a de que as políticas fundamentais foram efetivas na promoção do desenvolvimento, enquanto que as seletivas, de um modo geral, não. Portanto, em última instância, o afastamento do modelo explicativo *market-friendly*, ficou mais no campo das intenções e da montagem do arcabouço de estudo, do que das conclusões e proposições²⁹.

A estrutura do EAM desdobra, detalhadamente, os argumentos criados em torno da idéia do seu arcabouço funcional do crescimento. Exposto este, passa-se a verificar: (i) o papel desempenhado pela estabilidade macroeconômica e a orientação exportadora no crescimento; (ii) a importância de uma base institucional adequada; (iii) as estratégias responsáveis pela bem sucedida acumulação de capital físico e humano; (iv) os mecanismos que garantiram a alocação mais eficiente dos recursos, e; (v) as lições a serem retiradas da experiência asiática, tendo-se em mente uma possível emulação por parte dos demais países em desenvolvimento.

A estabilidade macroeconômica é apontada como um pré-requisito fundamental para o crescimento. Apesar da diversidade dos países no que se refere à inflação e endividamento (interno e externo), apontou-se, como um elemento comum, o esforço

seria a grande responsável pela emergência de setores industriais que, do contrário, dificilmente teriam surgido (World Bank, 1993: 83). Ver o capítulo 2 desta tese.

²⁹ Essa nova versão oficial do milagre asiático pode ser encontrada na pesquisa da OECD (1996) sobre a Coréia. Atribui-se o sucesso deste país a três fatores fundamentais: (i) políticas públicas voltadas para a orientação exportadora; (ii) estabilidade macroeconômica; (iii) investimentos em capital físico e humano. São destacadas as políticas não discriminatórias de incentivo às exportações e que não visavam alterar a sua composição. Sob essa ótica o câmbio competitivo, os subsídios diretos, as isenções fiscais e tarifárias, e o crédito preferencial seriam legítimos, bem como as isenções tarifárias para insumos industriais do setor exportador, que com isso equalizava o preço daqueles com os do mercado internacional. Por outro lado, a experiência de industrialização pesada no período 1973-79, o HCI (Heavy and Chemical Industry), com um *targeting* agressivo nos setores de aço, petroquímica, construção naval, metalurgia, eletrônica e maquinaria é avaliado de forma negativa. Ter-se-ia promovido um forte controle do mercado financeiro, principalmente sobre o sistema bancário, as taxas de juros e a saída de capitais. Ainda que alguns destes setores tenham se tornado grandes exportadores nos anos 1980, as políticas discricionárias teriam imposto custos muito elevados, expressos no excesso de capacidade e baixas taxas de retorno, além de se comprometer a eficiência do mercado de

em torno da idéia de se criar um clima estável para o investimento. Evitava-se o financiamento inflacionário dos déficits, estes sempre mantidos em limites controláveis, mas sem gerar processos crônicos de alta inflação, como nas economias latinas (tabela 1.5). As elevadas dívidas externas, se comparadas a outros países com um nível de renda semelhante, puderam ser financiadas pelo incremento das exportações. A capacidade de uma rápida reação frente aos choques externos evitava a contaminação real - financeira, dado um rigoroso controle sobre o sistema financeiro³⁰.

Junto com a estabilidade, enfatiza-se a orientação exportadora. O EAM descreve os mecanismos utilizados para gerar um *drive* exportador em cada um dos oito países estudados. Em essência, seriam quatro os elementos cruciais para o estabelecimento de uma orientação exportadora bem sucedida: (i) o acesso às importações, especialmente de insumos industriais e bens de capital, com preços internacionais; (ii) o acesso dos exportadores ao financiamento de curto e longo prazos, o que permitiria a validação das políticas de crédito, desde que não discriminatórias; (iii) o suporte do governo para a penetração em novos mercados; e (iv) a flexibilidade na implementação das políticas.

Do ponto de vista institucional o EAM destacou a idéia do crescimento compartilhado. Crescimento com distribuição de renda garantiria a legitimidade política dos regimes. Para tanto, lançou-se mão de mecanismos que ampliassem as oportunidades de compartilhamento dos benefícios do progresso. Educação universal, reforma agrária (Japão, Coréia e Taiwan), apoio às pequenas e médias empresas (Hong Kong, Japão, Coréia e Taiwan), programas de popularização das moradias (Cingapura e Hong Kong) e de saúde. Além de cooptar as massas trabalhadoras urbanas e rurais, procurou-se manter sob controle os sindicatos e, também, buscou-se o apoio do empresariado. Criou-se uma série de canais institucionais, formais ou não, para aprimorar a troca de informações entre os setores público e privado. Assim, reduzir-se-iam os problemas de coordenação, que tendem a ser maiores em um contexto onde as transformações são muito rápidas, há imperfeição nos mercados, e investimentos interdependentes e com retornos crescentes de escala.

capitais. Neste trabalho da OCDE e no EAM, o recuo das políticas industriais (específicas), ao longo dos anos 1980, é interpretado como um atestado da ineficiência do intervencionismo. Ver também Birdsall & Jaspersen (1997).

³⁰ Este ponto é de crucial importância pois remete, diretamente, ao argumento de que a liberalização financeira dos anos 1990 fragilizou a capacidade de coordenação política do processo de desenvolvimento, conforme argumentado no capítulo 5 desta tese.

Na literatura sobre a crise asiática (capítulos 3 e 4 desta tese), destaca-se este ponto como negativo, gerador de ineficiências alocativas, ao que denominou-se de *crony capitalism*. Na verdade, o EAM constrói uma interpretação alternativa sobre o papel dos regimes autoritários, desqualificando a idéia de um voluntarismo político bem sucedido³¹. Sem legitimação, através do crescimento compartilhado e de canais de diálogo entre empresas e governo, tais regimes seriam inócuos. Assim, a imposição da vontade política sobre os interesses privados, leia-se do Estado sobre o Mercado, não seria um fator relevante na explicação do sucesso asiático.

Outro fator institucional de destaque é a autonomia relativa da tecnocracia frente às pressões políticas. Procurou-se mostrar as vantagens de se ter uma burocracia competente, bem remunerada, meritocrática, movida por um sentimento de prestígio e que percebia, pelos anteriores, um alto custo em incorrer atos de desonestidade. Japão e Coréia são apontados como os países que desenvolveram, de forma mais eficiente, uma burocracia com espírito público. Isto teria possibilitado uma maior efetividade em suas políticas públicas. Todavia, este modelo não teria sido plenamente incorporado nos NICs II.

A rápida e adequada acumulação de capital humano estaria associada a três fatores: o crescimento acelerado, uma transição demográfica precoce e uma distribuição mais igualitária da renda. Em conjunto esses elementos teriam possibilitado a ampliação dos recursos disponíveis para a educação. Crescendo aceleradamente a renda e diminuindo o número de crianças em idade escolar, ampliar-se-ia, dado um mesmo orçamento relativo ao PIB, o gasto por estudante. A qualidade do gasto também foi importante. Priorizou-se o ensino básico, sem a necessidade de se alocar recursos para além da média de outros países em desenvolvimento³². Além destes mecanismos atuando pelo lado da oferta, tem-se um estímulo de demanda, dado que o rápido crescimento aumentava o número de empregos, o salário real e, conseqüentemente, a taxa de retorno sobre as habilidades da força de trabalho. O que, por sua vez, ampliava a demanda por educação.

³¹ Sobre o voluntarismo político e as relações público-privadas, ver Johnson (1987).

³² Nas estimativas do EAM, nos anos 1960 os PAADs gastavam mais em educação – entre 2% e 2,9% do PIB – do que outros países em desenvolvimento. Em 1989 o gasto médio era de 3,7%, equivalendo aos gastos do Brasil (3,7%) ou à média dos países menos desenvolvidos (3,1%). Porém, ao contrário dos países latinos, por exemplo, entre 70% e 90% dos recursos iam para a educação básica (World Bank, 1993:198-199)

Com relação à acumulação de capital físico o EAM analisou a questão dos determinantes da poupança e do investimento. As taxas superiores de poupança nos países asiáticos³³ resultariam da combinação entre a estabilidade macroeconômica, capaz de criar um clima de confiança em torno do valor de longo prazo dos ativos financeiros, a redução da natalidade, que propiciou a queda na taxa de dependência (número de não trabalhadores/trabalhadores), e de políticas capazes de sanar os problemas de coordenação de mercado. Entre estas enfatizam-se as políticas não discriminatórias que buscavam regular o sistema financeiro de forma mais segura - gestão prudente dos bancos comerciais, rápida intervenção em momentos de ruptura, proteção contra a competição, especialmente a estrangeira³⁴. Esta última era compensada pelo controle do *spread* (todos os PAADs o fizeram, com exceção de Hong Kong e Cingapura), garantindo que as menores taxas de juros pagas aos poupadores fossem repassadas aos investidores. Por fim, destaca-se a utilização de mecanismos compulsórios de poupança, como os sistemas de pensão e as restrições ao consumo³⁵, além da criação de instituições de poupança pelo correio, que visavam incentivar o pequeno poupador rural e urbano, através da maior segurança e do menor custo de transação. O EAM considera que a principal política de estímulo ao incremento da poupança foi a manutenção da estabilidade.

O maior dinamismo dos investimentos, especialmente se comparado aos demais países em desenvolvimento, decorreria, em primeiro lugar (mais uma vez em destaque) da estabilidade macroeconômica. Essa garantiria um clima atrativo para o setor privado, com os direitos de propriedade assegurados, e a eficaz provisão de infraestrutura, muito superior às outras economias de renda semelhante. Em segundo lugar, das políticas públicas, com maior ou menor grau de discricionariedade. Com relação ao mercado de capitais, procurou-se compensar suas imperfeições através da criação de instituições voltadas ao financiamento de longo prazo. Aqui o destaque recai sobre os bancos de fomento, em geral instituições públicas. Além disso, buscou-se controlar a

³³ Ver o capítulo 3 desta tese. Nas estimativas do Banco Mundial a poupança pública nos PAADs oscilava de um mínimo de 3,2% do PIB, em média, na Malásia (1961-80), a um máximo de 18,5% do PIB em Cingapura (1981-90). Em média, este indicador era superior a 7% da renda, em momentos diversos nos vários países. Em contraposição, a poupança pública na América Latina ficaria entre 1,9% do PIB na Argentina (1980-85) a, no máximo, 7,9%, no Chile (1985-90). Com respeito à poupança privada, esta diferença acentua-se: em Cingapura, chegou a 24% do PIB (1981-90), enquanto na América Latina, teve como pico os 17,5% do México (1980-87), valor que é próximo da média asiática (World Bank, 1993:210)

³⁴ Mais uma vez, o que aqui era virtude, torna-se *crony capitalism* na literatura da crise – capítulos 3 e 4.

³⁵ Neste aspecto há uma forte convergência com as abordagens revisionistas – ver Singh (1996, 1996b).

saída de capitais e realizou-se uma política de repressão financeira, característica comum aos países em desenvolvimento.

Porém, a repressão financeira nos PAADs teria sido distinta: (i) mais moderada, somente gerando taxas negativas de juros em períodos curtos; (ii) feita em um quadro de estabilidade macro; (iii) e com controle sobre os *spreads*. Para o EAM, o desenvolvimento do mercado de capitais foi posterior ao período de arranque do crescimento, o que explicaria a forte presença do poder público na intermediação financeira.

Incentivos tributários visavam ampliar a taxa de retorno sobre os investimentos, ao aumentar os lucros retidos ou reduzir os preços relativos dos bens de capital³⁶. O EAM critica esse tipo de política destacando seus elevados custos sociais e baixa efetividade. A questão do elevado risco associado às transformações aceleradas na estrutura produtiva teria sido enfrentada com a criação de mecanismos para o compartilhamento dos riscos. Os cartéis de recessão foram muito comuns nos processos de reestruturação dos setores declinantes. O controle administrativo do ajuste por parte do governo, o estímulo à divisão das perdas entre as empresas do setor, e o financiamento com juros subsidiados para o *upgrading* tecnológico, especialmente visando as exportações, foram os principais instrumentos utilizados. O EAM destaca o sistema de monitoramento e de recompensa-punição sobre os empréstimos subsidiados. Esses dois fatores reduziriam as distorções causadas pelas intervenções.

De um modo geral o EAM avalia que o crescimento acelerado foi resultado da correta perseguição dos fundamentos econômicos. As políticas mais seletivas teriam aparentemente funcionado no Japão, Coreia e Taiwan, tendo pouca efetividade nos demais PAADs. Além disso, seus custos não seriam desprezíveis. Lembrando sempre que, em sua concepção, políticas seletivas não são necessariamente sinônimo de políticas discriminatórias do tipo *sector-specific*. O grande dilema do EAM é o problema metodológico apontado anteriormente: não se pode negar a existência de políticas públicas e do rápido crescimento. Pode-se, sim, afirmar que, se as primeiras não

³⁶ Ponto também destacado pela literatura revisionista, como, por exemplo, Singh (1996, 1996b), Akyuz & Gore (1996), United Nations (1996).

atrapalharam o segundo, pelo menos não o causaram. Além de enfatizar aquelas menos discricionárias.

Dentro desta lógica procurou-se negar a efetividade das políticas industriais, a partir de duas constatações: (i) o crescimento da produtividade total dos fatores teria sido inferior nos setores estimulados por políticas discricionárias; (ii) a tentativa de conformar as estruturas industriais não as teriam afastado da trajetória de especialização comandada pelas vantagens comparativas, conforme a previsão usual dos modelos neoclássicos. Porém, o EAM destaca que a efetividade de certas políticas deveu-se ao monitoramento constante e à exigência de um desempenho crescentemente melhor por parte das empresas, especialmente no que se refere às exportações. Assim, procurou-se minimizar o papel das políticas seletivas como um todo, a partir do argumento de que o monitoramento e as exigências de desempenho foram os elementos realmente importantes.

Esta tentativa de reduzir o papel das políticas seletivas ou, mais especificamente, das discricionárias, ou seja, daquelas que vão contra os preços “corretos de mercado”, fica evidente na discussão sobre os fatores que determinaram a eficiente alocação dos recursos. A idéia central aqui é que os recursos foram utilizados da forma mais eficiente pois se deixou os mercados trabalharem. As distorções de preços foram limitadas e as decisões cruciais ficaram a cargo dos agentes privados. O mercado de trabalho era flexível, o financeiro, ainda que imperfeito e regulado, apresentava um nível de repressão financeira inferior ao dos demais países em desenvolvimento, sendo, também, mais estável. A maior abertura ao mercado internacional permitiria o contato com as tecnologias de ponta, colocando como parâmetro de eficiência os preços internacionais e não os domésticos, em mercados protegidos. Para garantir que os preços dos insumos industriais ficassem o mais próximo possível dos preços internacionais, mantinham-se taxas de câmbio realistas, capazes de evitar o viés anti-exportação.

1.2.3 Avanços e Recuos

Dada esta avaliação, o EAM, coerentemente, defende todas aquelas medidas que vieram no sentido de fazer os mercados funcionarem eficientemente. Seu

posicionamento sobre a questão do crédito direcionado exemplifica esse ponto. Conclui-se que o crédito direcionado à setores ou empresas específicas só funcionou em países de burocracia forte como o Japão, Coréia e Taiwan. E, mais pelo monitoramento e pelas exigências de desempenho exportador, do que pelo crédito em si. Por outro lado, as políticas de crédito visando estimular as exportações de forma não discriminatória são apontadas como eficientes e recomendáveis. Assim, a aproximação com a visão *market-friendly* torna-se evidente. A tentativa de ir mais além ficou somente no plano das intenções.

A mensagem que o EAM tenta passar não escapa muito das receitas tradicionais do BM que, por sua vez, refletem o *mainstream* da Economia, onde três idéias são destacadas: (i) o caminho do sucesso é aquele trilhado sobre os *fundamentals*; (ii) o comércio é sempre vantajoso, de modo que a abertura das economias deve ser irrestrita; (iii) não existiria um único modelo asiático a ser seguido; porém, dadas as mediações históricas específicas, poder-se-ia emular suas qualidades mais genéricas, como o direcionamento pró-mercado e a flexibilidade diante de um cenário internacional em constante mutação.

Por outro lado são cinco as lições positivas que a experiência dos PAADs deixaria para os demais países em desenvolvimento: (i) a estabilidade macroeconômica é um pré-requisito crucial para o crescimento; (ii) o sistema financeiro deve funcionar de forma efetiva e segura; (iii) deve-se estar aberto às idéias e tecnologias externas; (iv) a educação básica e universal é fundamental; (v) os preços relativos devem refletir a escassez dos fatores de produção. Já os pontos considerados negativos, ou seja, o que não deveriam ser emulados: (i) a promoção de setores específicos; essa política provavelmente iria falhar; (ii) a manutenção da taxa de juros fortemente subsidiada; ressalvando-se que, em um quadro de crescente internacionalização das finanças, qualquer tipo de regulamentação mais ativa sobre os mercados financeiros seria muito difícil; (iii) o direcionamento do crédito sem a exigência de contrapartidas ou monitoramento. Conclui-se que “(...) finalmente, nós encontramos que um *export-push* bem sucedido, caso ele resulte de uma economia aberta e fundamentos econômicos consistentes, ou de uma combinação de fundamentos consistentes e intervenções prudentemente escolhidas, oferece altos ganhos econômicos.” (World Bank, 1993:367).

Chowdhury & Islam (1993) apontam que o debate em torno da questão asiática alimentou o “ressurgimento” do *mainstream* na economia do desenvolvimento. Assim, a denominada “economia política neoclássica” procurou aprofundar as críticas às ineficiências geradas pelas políticas intervencionistas, especialmente ao comportamento *rent-seeking* associado às rendas monopólicas criadas pela proteção. Portanto, o esforço geral é de se estabelecer os limites à intervenção do Estado nos mercados. O EAM manteve-se nesta tradição, aperfeiçoando as análises anteriores do BM.

1.3 O Milagre Asiático Como um Mito

O EAM não foi capaz de colocar um fim ao debate em torno das causas do milagre asiático. Na verdade, a própria idéia de “milagre”³⁷ passou a ser questionada. No bojo do ressurgimento da teoria do crescimento, em sua versão endógena, vários trabalhos procuraram mensurar os fatores determinantes da expansão das economias asiáticas. Não que esta agenda de pesquisa fosse nova, porém, a questão do “milagre asiático” passou a ser colocada em outros termos. O rápido crescimento da região refletiria mais o forte acúmulo de capital e trabalho, do que a existência de um “sistema econômico” alternativo ao ocidental – perspectiva dos “revisitonistas”, heterodoxos -, ou mesmo da utilização de políticas econômicas mais adequadas – visão convencional -, o que deveria estar refletido na capacidade do uso mais eficiente dos recursos produtivos. Sendo assim, os PAADs não estariam isentos de experimentar rendimentos decrescentes.

Krugman (1994) deu destaque a essa linha alternativa do debate. Baseando-se em estimativas sobre a produtividade total dos fatores feitas por autores como Young (1995), ele procurou desmistificar a idéia de que os asiáticos teriam constituído um tipo de capitalismo superior ao modelo anglo-saxônico de livre mercado. Para Krugman, o crescimento acelerado dos PAADs deveu-se, tão somente, a uma bem sucedida acumulação de capital dada a elevada propensão de se sacrificar a satisfação presente em nome de ganhos futuros (poupança), à utilização maciça dos excedentes de mão de

³⁷ Tomando a visão do principal polemista desta nova onda de debates: “A prosperidade não foi milagrosa, se por milagre nos referimos a algo incompreensível; tampouco o crescimento da Ásia, embora impressionante, não deixou de apresentar falhas importantes – e surpreendentes.” (Krugman, 1999).

obra – com um bom nível educacional - das zonas rurais, em um contexto de intensa urbanização, e à montagem acelerada da estrutura industrial.

Na verdade, ele busca desmontar as teses que afirmam ser o modelo asiático, marcado pelo autoritarismo e intervencionismo, superior, em termos de eficiência econômica, ao modelo das sociedades ocidentais de livre mercado. Se as idéias de comércio estratégico e política industrial realmente funcionassem seria de se esperar taxas “impressionantes” de crescimento na eficiência daquelas economias. O que ele não constata. Assim, Krugman rebate a opinião, muito em voga, principalmente nos anos 1980, de que a economia americana estaria perdendo a hegemonia tecnoproductiva e, assim, que o principal eixo da economia internacional estaria se deslocando para o oriente.

Ao afirmar que a verdadeira fonte do crescimento asiático foi um rápido acúmulo de capital, e não da eficiência, e de que o resultado desta combinação é a tendência de desaceleração, conforme explicitaria o caso japonês, o autor procura minimizar a própria necessidade de uma avaliação mais aprofundada da especificidade asiática ou do papel da “política”³⁸. Nada haveria ali que a teoria convencional do crescimento não pudesse enquadrar. Como no caso da economia soviética nas décadas de 1950 e 1960, sem aumentos de eficiência na utilização dos recursos, capazes de compensar à tendência ao crescimento dos salários reais e/ou o esgotamento das oportunidades de acumulação abertas pelas incorporações de setores industriais modernos, o ritmo de crescimento deveria, necessariamente, cair.

Collins & Bosworth (1996) procuram identificar se o crescimento asiático foi sustentado pela acumulação de fatores - capital e trabalho –, ou pela assimilação da tecnologia proveniente dos países mais avançados que, ao reduzir o *gap* de “idéias” permitiria, em princípio, contrarestar as tendências de retornos decrescentes da primeira alternativa. Esses autores confirmam os trabalhos de Young (1995) e Krugman (1994). A produtividade total dos fatores (PTF) teria um baixo peso explicativo no crescimento asiático. Com isso, se existem políticas econômicas relevantes, ou lições a serem emuladas, elas estariam nos mecanismos de promoção de elevadas taxas de

³⁸ Collins & Bosworth (1996:138) ao comentarem os estudos que apontam um nível medíocre de crescimento da produtividade total dos fatores nos países asiáticos – como os de Young (1995), entre outros – deixam esse ponto evidente: “Se esses estudos estão corretos, e os ganhos de eficiência não desempenharam um papel central na história do sucesso asiático, então o debate sobre o papel do governo e do setor privado na ampliação da produtividade..... não poderá revelar as lições da experiência asiática.”. Logo: perdem relevância.

poupança e investimento. E não em políticas industriais, exposição à concorrência externa, etc.

Todavia, os autores apontam que os países da região, com exceção de Filipinas, foram capazes de evitar choques negativos de produtividade. Ou seja, embora reduzida, a contribuição do incremento da produtividade foi positiva. E, mais do que isso, ainda que a PTF tenha contribuído relativamente pouco para o crescimento asiático, o ritmo de expansão da eficiência produtiva teria sido crescente ao longo do tempo. Assim, Collings & Bosworth sugerem que: (i) as diferenças entre os níveis de acumulação de capital e do produto, entre as economias asiáticas e a economia norte-americana, abririam uma perspectiva otimista de crescimento³⁹; (ii) de que o PAD ainda estaria em um estágio inicial de desenvolvimento, marcado por um nível menos eficiente de utilização dos recursos⁴⁰; (iii) com isso, nada impediria, em princípio, que a PTF pudesse vir a contribuir de forma mais significativa com o crescimento dos países da região, no futuro.

Os dados de Collings & Bosworth (1996) permitem estabelecer comparações entre os diversos grupos de países (tabela 1.8). Enfocando somente os asiáticos, os autores corroboram a tese Young-Krugman: o padrão de crescimento da região não foi excepcionalmente eficiente – entre 1960 e 1994, a PTF teria explicado cerca de ¼ do crescimento do produto da região, o que seria um pouco menos do que o verificado nos EUA, mas bem menor do que nas outras economias industrializadas -, podendo ser explicado pela capacidade de intensa acumulação de fatores. Por este ângulo, se existe alguma especificidade no PAD, algum “modelo asiático”, como questiona Krugman (1994, 1999), ela não sinalizaria para uma superioridade ao modelo “ocidental”.

³⁹ A partir de dados em preços internacionais (dólares - PPC fornecidos pelas Penn-World Tables, mark 5.6 – disponíveis na *homepage* no NBER – www.nber.org), tomando-se como parâmetro os índices de produto, capital físico e educação - por trabalhador - dos EUA (1970 = 100), Collins & Bosworth (1996:189) constatarem que: (i) em 1994, a produção por trabalhador nos EUA tinha atingido um índice de 118,5, contra 10,4 da China, 15,1 da Indonésia, 52,9 da Coreia, 46,8 da Malásia, 13,4 de Filipinas, 77,3 de Cingapura, 26,7 da Tailândia, 18,5 de Taiwan e 85,5 do Japão; (ii) o capital físico por trabalhador, nestes mesmos países, seria, respectivamente, 122,5, 6,6, 16,2, 49,4, 37,8, 8,5, 72,5, 15,2, 47,6 e 124,9, (iii) em educação por trabalhador, as diferenças seriam menores, indo de 65,3% na China à 95,3 na Coreia, contra 110,2 dos EUA. Assim, haveria ainda um significativo *gap* de acumulação de capital e crescimento do produto a ser preenchido.

⁴⁰ Resgatando a “velha” teoria do desenvolvimento, especialmente a idéia rostowiana de “etapas”, os autores associam o “potencial de adoção de conhecimento e tecnologia de fora” ao “estágio de desenvolvimento do país”. O crescimento, em seu estágio inicial, dependeria mais do acúmulo de capital (físico e humano). Assim, a menor participação da PTF enquanto determinante no crescimento do Leste Asiático (a exemplo do ocorrido nas economias industrializadas em suas respectivas “etapas iniciais”) poderia ser explicado pelo “fato das economias asiáticas estarem em estágios iniciais de desenvolvimento.” (Collins & Bosworth, 1996:186).

Porém, invertendo a preocupação de Krugman, poder-se-ia questionar: o padrão de crescimento dos países asiáticos foi superior (ou não) em termos de intensidade (acumulação de fatores) e eficiência (incremento de produtividade) ao dos demais países capitalistas de desenvolvimento tardio e periférico – e que compartilharam o esforço de modernização do pós guerra? E mais: qual foi o desempenho desse “padrão” quando comparado ao dos países industrializados? Por este ângulo – não explorado pelos autores -, as estimativas de Collings & Bosworth (1996) podem sugerir, também, que: (i) o padrão de crescimento dos países asiáticos foi superior em termos de acumulação e eficiência ao conjunto dos demais países em desenvolvimento da amostra; (ii) com relação ao ritmo de crescimento da PTF, igualou-se ao desempenho das economias industrializadas – ambos com uma taxa média de crescimento anual da PTF de 1,1% no período 1960-1994 -, sendo superior ao dos EUA – 0,3% a.a.; (iii) ainda que, do ponto de vista relativo, a PTF tenha contribuído menos para o crescimento asiático do que nos países industrializados – explicando 26% do crescimento no PAD (excluindo-se a China), contra 27% nos EUA e 38% nos demais países industrializados; (iv) e que, nos distintos momentos de crescimento acelerado, 1960-73, para os países industrializados, e 1973-94 para o leste asiático, o incremento na PTF teria sido mais intenso nestes últimos – 2,2% a.a. contra 1% a.a. dos primeiros .

A tabela 1.7 consolida várias estimativas sobre o crescimento da PTF nos países da região. É interessante notar que, se de fato, a contribuição do aumento na eficiência na utilização dos fatores foi menor do que sua acumulação, não se pode ignorar que o ritmo de crescimento da produtividade foi significativo. E, mais, tendeu a se acelerar ao longo do tempo, sugerindo efeitos positivos associados ao aprendizado tecnológico.

1.7 Estimativas de Crescimento da Produtividade Total dos Fatores em Economias Seleccionadas (% ao ano)

<i>Estimativas</i>	<i>Young (1995)</i>	<i>Bosworth et. al. (1995)</i>		<i>Collins & Bosworth(1996)</i>	<i>Sarel (1996)</i>	<i>Sarel (1997)</i>	<i>EAM (1993)</i>	<i>World Bank (2000b)</i>
<i>Período</i>	<i>1966-90</i>	<i>1960-80</i>	<i>1986-92</i>	<i>1960-94</i>	<i>1975-90</i>	<i>1979-96</i>	<i>1960-1985</i>	<i>1980-1995</i>
Coreia do Sul	1,7	0,7	1,9	1,5	3,1	...	2,2	2,1
Taiwan	2,6	1,3	2,5	2	3,5	...	2,7	...
Hong Kong	2,3	...	...	...	3,8	...	3,4	...
Cingapura	0,2	0,3	4	1,5	1,9	2,5	2,2	...
Malásia	...	0,7	2,8	0,9	...	2	0,5	0,5
Indonésia	...	1	0,8	0,8	...	0,9	1,5	0,9
Tailândia	...	1,1	4	1,8	...	2	1,3	1,9
Filipinas	...	0,5	...	-0,4	...	-0,9	...	-1,4
Memória	...	...	...	...	...	...	...	...
Leste Asiático	...	...	...	1,1	...	...	...	...
América Latina	...	...	...	0,2	...	...	...	...
EUA	...	...	...	0,3	...	...	...	0,3
Outras Economias Indust.	...	...	...	1,1	...	...	...	...
China	...	...	...	...	...	...	...	4,0

Fonte: IMF (1998b), Bosworth et. al. (1995), Collins & Bosworth (1996), Young (1995), Sarel (1996, 1997), World Bank (1993, 2000b). Arranjos do autor.

1.8 Fontes do Crescimento de Economias Seleccionadas, 1960-1994 (%)

		Contribuição (por trabalhador)				Contribuição da PTF
		Produção	Capital	Educação	PTF	
Coreia do Sul	1960-1994	5,7	3,3	0,8	1,5	26,3
	1960-1973	5,6	3,2	0,9	1,4	25,0
	1973-1994	5,8	3,4	0,7	1,6	27,6
	1973-1984	5,3	3,4	0,8	1,1	20,8
	1984-1994	6,2	3,3	0,6	2,1	33,9
Taiwan	1960-1994	5,8	3,1	0,6	2	34,5
	1960-1973	6,8	3,9	0,5	2,2	32,4
	1973-1994	5,2	2,7	0,7	1,8	34,6
	1973-1984	3,6	3	0,9	0,9	25,0
	1984-1994	6,9	2,3	0,5	2,8	40,6
Cingapura	1960-1994	5,4	3,4	0,4	1,5	27,8
	1960-1973	5,9	4,6	0,4	0,9	15,3
	1973-1994	5,1	2,7	0,4	2	39,2
	1973-1984	4,3	3,1	0,2	1	23,3
	1984-1994	6	2,3	0,6	3,1	51,7
Malásia	1960-1994	3,8	2,3	0,5	0,9	23,7
	1960-1973	4	2,4	0,5	1	25,0
	1973-1994	3,7	2,3	0,5	0,9	24,3
	1973-1984	3,6	2,7	0,5	0,4	11,1
	1984-1994	3,8	1,8	0,5	1,4	36,8
Indonésia	1960-1994	3,4	2,1	0,5	0,8	23,5
	1960-1973	2,5	0,9	0,5	1,1	44,0
	1973-1994	4	2,8	0,5	0,7	17,5
	1973-1984	4,3	3,3	0,5	0,5	11,6
	1984-1994	3,7	2,3	0,5	0,9	24,3
Tailândia	1960-1994	5	2,7	0,4	1,8	36,0
	1960-1973	4,8	3,2	0,1	1,4	29,2
	1973-1994	5,2	2,3	0,6	2,1	40,4
	1973-1984	3,6	2	0,5	1,1	30,6
	1984-1994	6,9	2,6	0,8	3,3	47,8
Filipinas	1960-1994	1,3	1,2	0,5	-0,4	-30,8
	1960-1973	2,5	1,3	0,6	0,7	28,0
	1973-1994	0,5	1,1	0,5	-1,1	-220,0
	1973-1984	1,2	2	0,6	-1,3	-108,3
	1984-1994	-0,3	0,2	0,4	-0,9	300,0
China	1960-1994	4,5	1,5	0,4	2,6	57,8
	1960-1973	2,2	0,4	0,4	1,4	63,6
	1973-1994	6	2,2	0,4	3,3	55,0
	1973-1984	4,3	1,7	0,4	2,2	51,2
	1984-1994	8	2,9	0,3	4,6	57,5
EUA	1960-1994	1,1	0,4	0,4	0,3	27,3
	1960-1973	1,9	0,5	0,6	0,8	42,1
	1973-1994	0,6	0,3	0,2	0,1	16,7
	1973-1984	0,2	0,3	0,5	-0,5	-250,0
	1984-1994	0,9	0,3	0	0,7	77,8
Outras Economias Industrializadas	1960-1994	2,9	1,5	0,4	1,1	37,9
	1960-1973	4,8	2,3	0,4	2,2	45,8
	1973-1994	1,7	1	0,4	0,4	23,5
	1973-1984	1,8	1,1	0,6	0,2	11,1
	1984-1994	1,7	0,8	0,2	0,7	41,2
América Latina	1960-1973	3,4	1,3	0,3	1,8	52,9
	1973-1994	0,3	0,6	0,4	-0,8	-266,7
	1973-1984	0,4	1,1	0,4	-1,1	-275,0
	1984-1994	0,1	0,1	0,4	-0,4	-400,0
Leste Asiático	1960-1994	4,2	2,5	0,6	1,1	26,2
Sul da Ásia	1960-1994	2,3	1,1	0,3	0,8	34,8
África	1960-1994	0,3	0,8	0,2	-0,6	-200,0
Oriente Médio	1960-1994	1,6	1,5	0,5	-0,3	-18,8

Fonte: Collins & Basworth (1996). Arranjos do Autor

Procurou-se destacar, neste capítulo, alguns fatos estilizados da trajetória de desenvolvimento do Pacífico Asiático. A ênfase recaiu na forma como a literatura convencional procurou explicar o chamado “milagre asiático”. A heterogeneidade que, em muitos aspectos, diferencia profundamente os países desta região, tendeu a ficar subsumida em uma avaliação de que o segredo do seu desempenho impressionante estaria na combinação de uma intensa acumulação de capital – físico e humano – e de políticas econômicas capazes de garantir estabilidade e extroversão. Por outro lado, é interessante notar que algumas políticas públicas, até então tidas como virtuosas, passaram a ser percebidas, por muitos analistas, como determinantes centrais da crise. Este ponto será explorado nos capítulos 3, 4 e 5 desta tese.

O capítulo 2 dá sequência a esta análise. Porém, com destaque para a avaliação heterodoxa ou revisionista sobre o “milagre asiático”. Além disso, procura-se avaliar o intenso processo de integração econômica regional dos anos 1980 e 1990.

CAPÍTULO 2 – CRESCIMENTO E INTEGRAÇÃO NO ANOS 1980 E 1990

As análises convencionais, destacadas no capítulo 1, sugerem que a política teve um papel marcante no desenvolvimento asiático. Este seria um ponto comum entre as visões neoclássica e “revisionista” - denominação do EAM para os autores heterodoxos. Na primeira vertente, destacam-se as reformas liberalizantes dos anos 1960, conformadoras de um certo tipo de orientação extrovertida que, em conjunto com a estabilidade macroeconômica e os investimentos em bens públicos, teriam determinado o sucesso asiático. Por outro lado, os autores revisionistas apontam que a intervenção política sobre as forças de mercado seria muito mais intensa. Mais do que um *mix* de políticas macroeconômicas e comerciais, a ação do Estado teria sido intencionalmente direcionada à promoção da industrialização pesada a partir de determinantes de ordem estratégica, associados à consolidação dos espaços nacionais. Neste sentido, a política não seria neutra em relação aos mercados.

Este capítulo procura demarcar as interpretações não convencionais sobre o desenvolvimento do Pacífico Asiático. Além disso, destaca-se a crescente integração econômica e financeira da região nos anos 1980 e 1990. Argumenta-se que, sob o comando japonês, a integração regional foi marcada pelo estabelecimento de vetores de crescimento com modernização e, paralelamente, de acúmulo de fragilidades reais. Com isso, sugere-se a necessidade de tratar-se o desenvolvimento do PAD a partir da compreensão das especificidades sub-regionais e dos países.

2.1 O Milagre Asiático: A Crítica da Heterodoxia

2.1.1 Os Revisionistas e o Papel do Estado

O crescente predomínio da teoria neoclássica na economia do desenvolvimento ensejou a realização de vários trabalhos que procuraram resgatar o papel protagonista do Estado. Chowdhury & Islam (1993) denominam de “nova economia política” os esforços dos autores heterodoxos em criticar a hegemonia neoclássica e reinterpretar o padrão de desenvolvimento da periferia capitalista, com ênfase no caso asiático. Assim,

nos anos 1980, retornaria ao debate uma série de *insights* dos “velhos” desenvolvimentistas dos anos 1950.

Para Chowdhury & Islam (1993) essa literatura recente parte de duas constatações: (i) que as análises neoclássicas seriam melhores explicando as falhas do intervencionismo, do que o sucesso verificado em países cuja industrialização caracterizar-se-ia por políticas altamente intervencionistas; (ii) que do ponto de vista quantitativo – peso do setor produtivo estatal, investimento e consumo público com relação ao PIB, etc. - a presença do Estado em algumas economias do leste asiático seria até maior que nos países latinos. Com isso, ter-se-ia de perguntar porque alguns “intervencionismos” seriam melhores do que outros. Vale dizer, admitindo-se que a industrialização tardia é marcada por uma presença mais ativa do Estado (Amsden, 1989, 1991, Gerschenkron, 1962, Shapiro & Taylor, 1990), trata-se de identificar as respectivas diferenças qualitativas. Um argumento recorrente é de que os países que apresentaram trajetórias superiores de crescimento teriam sido capazes de produzir arranjos institucionais onde o interesse público, de longo prazo, seria priorizado, através da ação política dos Estados Nacionais, com relação aos interesses privados mais imediatos.

A dicotomia “Estados fortes” *versus* “Estados fracos”¹ permitiria contornar as críticas neoclássicas. Os comportamentos *rent-seeking* e o aprofundamento de estratégias introvertidas geradoras de ineficiências alocativas, tenderiam a ocorrer, com mais freqüência, na presença de Estados fracos, onde as burocracias teriam uma menor capacidade de coordenar os investimentos, controlar os fluxos financeiros e impor padrões de eficiência produtiva. Por outro lado, com Estados fortes, estes problemas seriam minimizados pela ação incisiva de burocracias competentes e relativamente isoladas de pressões políticas. Com isso, a racionalidade do Estado, de promover a aceleração do crescimento e o *upgrading* da estrutura produtiva, expressa em planos de desenvolvimento – ou seja, em um conjunto coordenado e racional de políticas – impunha-se à racionalidade privada, de maximização do lucro – preferencialmente no curto prazo.

¹ Para uma definição conceitual e aplicação ao caso asiático ver Dauvergne (1998) e Jomo (2001).

Uma série de trabalhos destacou os mecanismos institucionais que permitiram tal padrão mais eficiente de intervenção do Estado². O Japão é sempre apontado como caso paradigmático de Estado “fortemente desenvolvimentista”. Coréia e Taiwan teriam seguido seu padrão. A maior parte desta literatura enfatiza a experiência dos NICs I. Chowdhury & Islam (1993) resumem as três principais características dos Estados desenvolvimentistas do Leste Asiático: (i) existência de uma elite burocrática composta com os principais talentos gerenciais da sociedade; (ii) sistemas políticos com o poder fortemente centralizado, não raramente autoritários, o que daria às burocracias um amplo espaço de atuação e legitimidade; (iii) uma estreita aproximação entre o governo e o setor privado, especialmente no que se refere à definição e implementação das políticas de industrialização. Tem-se, assim, um padrão específico de organização capitalista, marcado por redes formais ou informais de compromissos, relativamente estáveis e de longo prazo, entre os agentes públicos e privados mais relevantes.

Outros elementos também teriam sido importantes. Um padrão de financiamento capaz de sustentar um elevado nível de alavancagem financeira, onde bancos – públicos ou privados – garantiriam os recursos necessários para o financiamento dos investimentos. A existência de participação acionária cruzada geraria um compromisso solidário entre as partes³. As políticas públicas de incentivo à poupança privada gerariam recursos, a baixo custo, para os bancos (Singh, 1996, Lee, 1992). A coordenação do Estado e seu estrito controle sobre o crédito regulariam a liquidez do sistema e a eficiência na aplicação dos recursos. Em síntese, constituir-se-ia um “mercado de capitais interno”⁴ (Zysman, 1983) capaz de equacionar, de forma

² Ver, por exemplo, Amsden (1989), Chang (1994), Deyo (1987), Jonhson (1987), Lall (1995), Lee (1992), Shapiro & Taylor (1990), United Nations (1993, 1994 e 1996) e Wade (1990).

³ Além disso, os laços informais também seriam relevantes. As classes dirigentes - públicas e privadas – compartilhariam de experiências de vida em comum (escola, universidade, etc.), às vezes de parentesco, que a partir do referencial cultural do confucionismo, solidificariam comportamentos de solidariedade com o “grupo” ou a “sociedade”. Isso traduz-se na formação de canais ou espaços para a permanente discussão sobre questões de interesse coletivo. Práticas como a do *amakuduri* – expressão japonesa que identifica a ida de funcionários públicos de alto escalão para o setor privado, após a aposentadoria – aprofundariam esses laços (Chowdhury & Islam 1993).

⁴ Chowdhury & Islam (1993:48) associam esta idéia aos trabalhos de Williamson sobre custos de transação: “Williamson argumenta que na presença de elevados custos de transação nos negócios e mercados de capitais imperfeitos, a firma tenderia a usar seus recursos internos para financiar suas operações. Agiria, então, como um ‘mercado de capitais interno’. Similarmente, na presença de mercados de capitais subdesenvolvidos, como é o caso típico dos países em desenvolvimento, o Estado pode controlar e regular o sistema financeiro, de modo a financiar as atividades de desenvolvimento. Então, nestas circunstâncias, o Estado opera como um vasto ‘mercado de capitais interno’.”

eficiente, os problemas de assimetria de informações, subdesenvolvimento dos mercados de capitais, falta de coordenação nas decisões privadas de investimento, comportamentos *rent-seeking*, entre outros, típicos da experiência de industrialização tardia - tanto na perspectiva neoclássica quanto para autores heterodoxos.

Wade (1990) propõe que a experiência dos países asiáticos mais bem sucedidos, especialmente Japão, Coreia e Taiwan, deve ser analisada à luz do que denomina de teoria dos mercados administrados (TMA) – *governed markets* - a partir de três níveis interligados de causalidade. Em um primeiro nível, o crescimento acelerado seria o resultado da combinação: (i) de elevados investimentos produtivos e incorporação de novas tecnologias; (ii) do direcionamento da maior parte destes investimentos em setores “estratégicos”, cujo ritmo de desenvolvimento seria menor na ausência da intervenção governamental; e (iii) da exposição da maior parte dos setores industriais à concorrência nos mercados externos e, eventualmente, internos. Ter-se-iam, assim, os elementos explicativos mais aparentes: acumulação de capital e busca de eficiência produtiva⁵.

Em um segundo nível, são enfatizadas políticas governamentais, que teriam viabilizado os anteriores, ao se “guiar” ou “administrar” as forças de mercado, através do uso de incentivos, controles e mecanismos de diluição de riscos. Gerando-se, desta forma, resultados de acumulação e eficiência que provavelmente não teriam ocorrido caso fossem adotadas políticas de “livre mercado”.

E, por fim, um terceiro nível explicativo, que está associado ao arcabouço institucional que teria viabilizado o conjunto específico de arranjos organizacionais e de política econômica, tanto no setor público, quanto no privado e, também, no relacionamento entre estes⁶. Isto conferiria um caráter técnico e racional às políticas de programação econômica, evitando-se o clientelismo na sua forma tradicional (Chang et al., 1998).

⁵ A literatura empírica sobre os determinantes do crescimento asiático enfatiza a forte acumulação de capital – físico e humano – como seu determinante central, sem uma contrapartida equivalente de aumento de eficiência. Ainda assim, os indicadores de aumento da produtividade total dos fatores sugerem um desempenho superior dos asiáticos, em termos absolutos, *vis à vis* outros países em desenvolvimento e mesmo países industrializados. As referências e dados estão nos capítulos 1 e 2 desta tese.

⁶ Tratar-se-ia, segundo o autor, de dar um embasamento teórico aos trabalhos que enfatizaram a noção de “estado desenvolvimentista”, como os de Johnson (1987), entre outros. Nestes últimos, enfatizar-se-ia a questão dos arranjos institucionais que viabilizaram a construção consciente e “política” da industrialização. Porém, sem a consideração mais pormenorizada da dimensão “econômica” do desenvolvimento retardatário (Wade, 1990, cap 1).

Para Wade (1990) as interpretações neoclássicas do desenvolvimento asiático limitar-se-iam a enfatizar o papel alocativo dos mercados livres. A política econômica teria, como nos termos no capítulo 1, garantido uma minimização nas distorções dos preços de mercado e, assim, uma alocação eficiente dos recursos. Em sua interpretação, os governos dos países asiáticos distorceram deliberadamente os preços de mercado, visando criar incentivos à aceleração da acumulação de capital. Para tanto, teria sido crucial a constituição de burocracias de Estado suficientemente fortes para impor aos agentes privados os objetivos políticos de longo prazo⁷.

2.1.2 A Avaliação Heterodoxa do “*The East Asian Miracle*”

O *The East Asian Miracle* (World Bank, 1993) representou um avanço do debate sobre os determinantes do sucesso asiático, na medida em que procurou aprofundar o estudo sobre o papel desempenhado pelas políticas públicas. Ainda assim, na avaliação dos autores “revisionistas”, manteve sua fronteira analítica dentro da visão convencional, vale dizer: da argumentação de que somente as políticas econômicas que fortalecem os fundamentos econômicos e não distorcem os preços relativos são efetivas na promoção do desenvolvimento.

⁷ Conforme Wade (1990:29). “Vamos resumir as principais diferenças entre a teoria dos mercados administrados e essas outras duas. As teorias de livre mercado e livre mercado simulado enfatizam a alocação eficiente dos recursos como a principal força determinante do crescimento e, então, interpretam o desempenho superior do Leste Asiático como o resultado de uma alocação mais eficiente dos recursos do que nos demais países em desenvolvimento ou de industrialização recente. Essa alocação mais eficiente dos recursos viria do funcionamento mais livre dos mercados, incluindo uma integração próxima dos mercados domésticos com os internacionais. Assim, esses países mostrariam as virtudes de ‘tomar os preços certos’, onde ‘certos’ significam preços domésticos alinhados aos internacionais. A teoria dos mercados administrados, por outro lado, enfatiza a acumulação de capital como principal determinante do crescimento e interpreta o desempenho superior do Leste Asiático como resultado do nível e composição dos investimentos, diferente do que seria alcançado com políticas de livre mercado ou livre mercado simulado, e diferente, também, do que teriam produzido as políticas econômicas ‘intervencionistas’ de outros países em desenvolvimento. As políticas governamentais tomaram, deliberadamente, alguns preços ‘errados’, de modo a modificar os sinais de resposta dos agentes em mercados descentralizados, e, também, usando meios outros que não os preços para alterar o comportamento dos agentes. O alto nível de investimento resultante gerava um elevado *turn over* do maquinário, acelerando a transferência de novas tecnologias para a produção corrente..... As teorias de livre mercado ou livre mercado simulado silenciam sobre os arranjos políticos necessários à implementação de suas políticas. A teoria dos mercados administrados enfatiza as virtudes desenvolvimentistas de um Estado autoritário, intenso ou suave, em relações corporativas com o setor privado, capaz de conferir suficiente autonomia, de modo que estas pudessem influir na alocação de recursos de acordo com interesses nacionais de longo prazo – que por vezes conflitavam com a maximização de lucro de curto prazo.” É importante lembrar que no EAM (World Bank, 1993) procura-se mostrar quais arranjos políticos teriam viabilizado as políticas “fundamentais”. Assim, o BM enfatizou a idéia de crescimento compartilhado como forma de minimizar a questão do “autoritarismo” dos estados desenvolvimentistas dos PAADs, conforme argumentou-se no capítulo 1.

Para Lall (1995) o EAM deslocou o campo da polêmica entre os economistas ortodoxos e heterodoxos. Não se trataria mais de discutir a legitimidade das intervenções governamentais, posto que se aceitaria a imperfeição de certos mercados. O problema seria definir o escopo destas ações. Até onde se poderia e se deveria ir? Quais seriam as intervenções mais eficientes? As seletivas, discricionárias? Ou as funcionais, *market-friendly*? Em sua avaliação seria legítimo questionar se é possível separar as intervenções funcionais das seletivas, como faz o EAM. No fundo, esse autor busca argumentos teóricos que legitimem as políticas seletivas.

Lall (1995) parte da idéia de que existe um conjunto de imperfeições de mercado que justificariam as políticas seletivas: (i) deficiências nos mercados de capitais - assimetrias de informação; (ii) fragmentação dos investimentos; (iii) problemas de apropriabilidade imperfeita do conhecimento ao nível da firma⁸; (iv) falta de habilidade dos investidores individuais em agir racionalmente quando há investimentos tecnologicamente interdependentes. No EAM estas imperfeições poderiam ser corrigidas através de intervenções funcionais (*market-friendly*). Porém, para Lall (1995), por si só, elas também legitimariam as intervenções seletivas. Isto porque as falhas de mercado deveriam ser analisadas em três níveis distintos. Dentro da firma, estariam associadas à incerteza no aprendizado tecnológico, aos custos e riscos dos investimentos em setores não tradicionais, à falta de experiência e informação, às dificuldades de aprendizado, e à ausência de economias de escala. No relacionamento entre as firmas, devido às falhas de coordenação nas decisões de investimento. E nos mercados de fatores, nas falhas dos mercados de capital, inadequação da infraestrutura, criação insuficiente das habilidades necessárias à promoção da industrialização, à falta de suporte técnico, etc..

Por não considerar essas distintas facetas, o BM acabaria por minimizar a importância das políticas seletivas. Lall (1995) trabalha com a idéia de que as vantagens comparativas devem ser construídas e de que isso passa, necessariamente, pelo nível microeconômico. Ou seja, não se poderia falar em competitividade sem pensar na firma, na forma como esta constrói suas capacidades, dadas suas

especificidades e sua interação com o meio ambiente setorial e macroeconômico. Com isso, ações mais discricionárias fariam sentido, pois políticas direcionadas para o fortalecimento das capacidades produtiva e tecnológica das firmas seriam cruciais para a construção das vantagens comparativas das economias nacionais. Portanto, sofisticam-se os “velhos” argumentos desenvolvimentistas: a importância das economias externas, da proteção à indústria infante e da necessidade de coordenação dos blocos de investimento, especialmente no contexto da industrialização tardia⁹.

Porém, Lall (1995) argumenta que a proteção torna-se inócua sem a exigência de contrapartidas em termos de desempenho exportador e/ou tecnológico. Isto implica que as políticas seletivas devem ser articuladas, de modo a não só coordenar os investimentos mas, também, garantir sua eficiência¹⁰. A proteção seletiva se justifica e é necessária em certos casos. Mas ela deve ser: (i) limitada no tempo, associada a um monitoramento efetivo e eficaz com a imposição de requerimentos de desempenho; (ii) acompanhada do incentivo à concorrência, especialmente nos mercados externos - o mercado interno protegido pode, em um dado momento, ser uma forma de garantir escalas de produção; (iii) atenta ao desenvolvimento da capacitação tecnológica e organizacional endógena, lembrando-se que o ambiente em que a firma interage apresenta múltiplas dimensões e que, assim, não bastaria a proteção dos mercados de bens finais para garantir sua capacitação – ter-se-ia de considerar os mercados de fatores, os mercados financeiros, tecnológicos, a infra-estrutura, etc..

Stiglitz (1996) também destaca o binômio cooperação-coordenação na experiência asiática. Os governos reconheceriam a superioridade das decisões privadas, mas aceitariam a existência de falhas de informação nos mercados. Para sanar esse problema teriam criado instituições específicas para a troca de informações

⁸ Para uma avaliação dos fundamentos teóricos do problema da apropriabilidade, na ótica neoclássica, ver Arrow (1969) e Nordhaus (1969).

⁹ Trata-se de uma visão neo-schumpeteriana ou evolucionista, que destaca o papel da firma na construção da competitividade. Lall procura mostrar que o processo de aprendizado tecnológico é muito mais complexo, envolvendo conhecimentos tácitos, não incorporados nos equipamentos e, portanto, de difícil transferibilidade. O domínio das tecnologias requereria o investimento “em novas habilidades, informação técnica, métodos organizacionais e *linkages* externos”, de modo que o desenvolvimento de setores mais complexos tecnologicamente não seria possível a partir dos estímulos alocativos do mercado - por mais que a política econômica atue sobre as imperfeições genéricas dos mercados. Vale dizer, somente as políticas seletivas, da construção estratégica de capacidades, seriam capazes de garantir o *upgrading* industrial. Maiores detalhes em Dosi et al. (1994) e Dosi & Nelson (1994). Para uma referência sobre a questão o progresso tecnológico no contexto da industrialização retardatária ver Canuto (1994).

¹⁰ Essa ressalva do autor também está presente no EAM, e na maioria dos interpretes heterodoxos da experiência asiática.

entre empresas rivais, e entre estas e o governo. Por outro lado, os comportamentos colusivos ou de *rent-seeking*, que emergem em situações de coordenação e proteção, seriam equacionados pela criação de mecanismos de disputa. No caso asiático, a competição pelas rendas geradas neste sistema, associadas, por exemplo, às licenças de importação, ao câmbio favorecido etc., teria evitado as deseconomias típicas das sociedades *rent-seeking* ¹¹.

A avaliação da experiência dos NICs asiáticos - Hong Kong, Cingapura, Taiwan e Coreia - permitiria a percepção de que não existe um único modelo de industrialização bem sucedida. Se a orientação exportadora, os investimentos em qualificação do capital humano e a intervenção do Estado são pontos em comum, o contexto histórico e os objetivos industriais - e, com isso, os instrumentos utilizados - foram distintos.

Os diferentes objetivos de cada país, especialmente no que se refere ao aprofundamento da industrialização, teriam implicado em posições distintas frente ao investimento direto externo (IDE). Cingapura, por exemplo, seria mais liberal neste aspecto, tendo montado seu *drive* exportador com base nas empresas transnacionais (ETs). Isto teria implicado em um menor esforço tecnológico local. Já Coreia e Taiwan teriam tido o comportamento inverso. Incentivaram o desenvolvimento tecnológico local, a cargo de empresas nacionais - grandes conglomerados na Coreia, pequenas e médias empresas e estatais em Taiwan. Isto restringiu a participação das ETs. Já a experiência de Hong Kong seria mais próxima ao comportamento imaginado pelo paradigma neoclássico, com uma menor seletividade nas políticas, posto que o aprofundamento na industrialização não mostrou-se um objetivo efetivo ¹².

Para ilustrar seu argumento Lall (1995) contrapõe a experiência asiática com os casos do Chile e de Gana, então apontados pelo BM como exemplos bem sucedidos de emulação da experiência extrovertida dos asiáticos. A experiência chilena, especialmente a partir dos anos 1980, é apresentada como aproximação fiel ao padrão de ajuste exportador proposto pelo BM. Partindo de dotações favoráveis de

¹¹ Sobre o conceito de *rent-seeking* e a "economia do protecionismo" ver, por exemplo, Krueger (1974)

¹² Como um reflexo disto, o estoque de capital com relação ao PIB, em 1980, era de 2% na Coreia, 6% em Taiwan, 80% em Hong Kong e 53% em Cingapura. Em 1995, esse indicador passou a, respectivamente, 2%, 6%, 51%, 71% (ver tabela 5.1, capítulo 5).

capital humano e capacidade empresarial, o Chile teria priorizado um ajuste de mercado, com o desenvolvimento das atividades onde tinha vantagens comparativas estáticas, vale dizer: nos setores de uso intensivo de recursos naturais. A natureza não seletiva de sua proteção impediu a construção de capacidades competitivas em setores intensivos em tecnologias mais avançadas. Para Lall (1995) isto desqualificaria o esforço ortodoxo de igualar o caso chileno ao dos NICs asiáticos.

O dinamismo das exportações chilenas restringir-se-ia aos segmentos agro-industriais onde houve acúmulo de capacitação e, mais do que isso, onde foram promovidas políticas seletivas - biotecnologia e pesquisa agrícola. No Chile não teriam sido construídas novas capacidades, como no caso asiático, e sim aprimoradas vantagens históricas (Cepal, 1999).

Gana, apresentada pelo BM, como um caso exitoso de ajuste exportador *market friendly*, também teria sido incapaz de construir novas capacidades em setores tecnologicamente dinâmicos, explorando somente os setores tradicionais, onde apresentaria vantagens comparativas estáticas de abundância de recursos naturais e mão de obra barata. Após a implantação do seu programa de liberalização (1986), suas taxas de crescimento teriam declinado.

Sob a ótica de Lall (1995) a experiência asiática nos levaria à conclusões distintas da interpretação neoclássica. Em primeiro lugar, há que se considerar que as intervenções seletivas e funcionais foram importantes para o desenvolvimento das capacidades produtivas dos PAADs. Este autor aponta para uma vinculação direta entre o aprofundamento industrial-tecnológico e a seletividade das políticas. Quanto maior o primeiro enquanto objetivo, maior a segunda como instrumento.

A ação política dos governos teria sido eficiente: em parte devido à disciplina imposta à indústria e ao Estado pelo mercado internacional, dada a orientação exportadora; e, também, dada a existência de uma burocracia estatal qualificada, treinada, bem remunerada e relativamente isolada das pressões políticas. Um terceiro ponto é que a natureza e o impacto das intervenções divergiram em função dos objetivos de governo e das políticas econômicas. O mesmo ocorreu com o IDE. Finalmente, as opções e propensões aplicáveis às economias de maior porte, com mais espaço para a especialização e desenvolvimento de conteúdos locais, bem como

melhores empresas - já estabelecidas internamente -, foram diferentes daquelas dos pequenos estados abertos, com fraca capacidade empresarial e um mercado interno frágil. A necessidade de acelerar o desenvolvimento tecnológico local empurrou os países “grandes” a um maior auxílio às empresas locais.

Por outro lado, contrapostas com a experiência de Chile e Gana, que para o BM seriam países modelo no quesito políticas *market-friendly*, Lall se permite defender a efetividade da políticas seletivas. E mais, ataca a visão tradicional de que o Estado é intrinsecamente ineficiente, enquanto os mercados são, até que se prove em contrário, eficientes. Assim, as falhas governamentais, ainda que ocorram e sejam relevantes¹³, não são suficientes para a derivação daquele suposto arbitrário. O caso dos NICs asiáticos atestaria a capacidade do Estado intervir eficientemente em prol do desenvolvimento. Por decorrência, uma visão alternativa da dicotomia Estado *versus* Mercado, deveria partir do seguinte suposto: os governos são tão falíveis quanto os mercados, mas podem ser aprimorados.

Além disso, dever-se-ia perceber que as políticas industriais, em suas dimensões seletiva e funcional (fundamental, na terminologia do EAM) não são estáticas. A evolução das economias pode implicar na mudança dos objetivos estratégicos e, assim, dos seus instrumentos. O grau de intervencionismo acompanharia essas transformações. O EAM associa a redução do intervencionismo nos PAADs, ao longo dos anos 1980, em um movimento acompanhado por um processo de crescente liberalização e desregulamentação, à um atestado de *mea culpa* pelo intervencionismo do passado. Para Lall (1995), essa interpretação não atentaria para as mudanças nos instrumentos de intervenção, posto que, a partir dos anos 1980, os NICs I não teriam por objetivo central montar uma base industrial, mas sim reestruturá-la e modernizá-la (Chang, 1994).

Além da visão reducionista do aporte do BM sobre as imperfeições de mercado, o que não permitiria perceber a necessidade de políticas específicas para as firmas, poder-se-ia, também, criticar o reducionismo no conceito de política industrial.

¹³ Lall (1995) destaca as seguintes falhas de governo: (i) deficiências de informação *vis-à-vis* aos mercados; (ii) ausência de habilidade para implementar ações específicas; (iii) rigidez, incapacidade de mudar o curso das ações quando erros são identificados; (iv) priorização de interesses específicos frente aos gerais; (v) venalidade e corrupção.

Singh (1994) argumenta que o BM, tanto no “Desafio do Desenvolvimento” (Banco Mundial, 1991), quanto no EAM, procurou separar três tipos de intervenções governamentais (seletivas): (i) o crédito direcionado; (ii) a promoção de exportações; (iii) e as políticas estruturais. O crédito direcionado de forma não discriminatória e a promoção das exportações - genérica - funcionariam; enquanto as políticas específicas a setores e empresas, não. Ora, para Singh (1994) e também para Wade (1996), a análise destas políticas não pode ser estanque, como faz o BM. Ainda que no “aporte funcional do crescimento” elas apareçam interagindo, na análise concreta o que se tenta é segmentá-las de forma a reduzir o papel da política industrial¹⁴. Como afirmar que o crédito direcionado de forma discriminatória é ruim, enquanto que as exigências de desempenho são boas? Vale dizer, como separar as políticas fundamentais das seletivas? (Wade, 1996).

Amsden (1994), Yanagihara (1994) e Kwon (1994) questionam a fragilidade da argumentação e das evidências estatísticas utilizadas pelo EAM para desqualificar as políticas industriais, vale dizer, aquelas políticas que procuram conformar as estruturas dos setores. Na argumentação do EAM a política industrial teria se revelado ineficaz na medida em que a produtividade total dos fatores (PTF) nos setores estimulados não teria sido significativamente superior à dos não estimulados. As estimativas da PTF foram feitas a partir do arcabouço convencional, com a utilização da função Cobb-Douglas, vale dizer, pressupondo mercados competitivos e retornos constantes de escala.

Kwon (1994) apresenta estimativas com a utilização de formas funcionais mais flexíveis, pressupondo a ausência de um equilíbrio competitivo no longo prazo, mercados imperfeitos, estoques de capital quase fixos com custos de ajustamento e retornos de escala não necessariamente constantes. Comparando seus resultados aos

¹⁴“Resumindo, a discussão acima indica que os economistas do Banco chegam à sua doutrina da não efetividade da política industrial por considerá-la em um sentido muito restrito; por ignorar suas características multifacetárias e os importantes elos entre seus diferentes componentes; e mesmo dentro dos seus próprios termos, por utilizar testes não apropriados para avaliar o sucesso ou não da política industrial. O primeiro destes testes não é válido por que desconsidera a questão crítica da velocidade do ajustamento para as vantagens comparativas dinâmicas de um país; o segundo é frustrado pelo fato de que abstrai os efeitos da política industrial sobre as restrições na balança de pagamentos e, então, na demanda global - questões que são salientes no mundo real de mercados imperfeitos e incompletos em economias semi-industrializadas. O modelo PTF, com seus supostos de plena utilização dos recursos e concorrência perfeita, que os economistas do Banco utilizam, não é apropriado para tal análise.” (Singh, 1994:1816)

do EAM, para o caso paradigmático da Coreia, constata-se um resultado distinto dos cálculos do BM. Assim, o desempenho em termos de aumento da produtividade no uso dos fatores dos setores pesados, priorizados pela política industrial, foi superior ao dos setores leves.

Vale notar a importância da defasagem temporal que expressa o período de aprendizado nos novos setores. Entre 1973-81, os setores pesados tiveram o seu maior incentivo, com a vigência do 5º Plano Quinquenal (1972-76) (Moreira, 1993), porém, em termos de crescimento da PTF, apresentaram um resultado inferior aos setores leves. Já em 1981-89, consolidados os investimentos e com tempo suficiente para a apropriação dos retornos crescentes derivados do aprendizado, a situação inverte-se (tabela 2.1). Isto refletir-se-ia na pauta de exportações da Coreia, onde destacam-se os setores capital e tecnologia intensivos priorizados pela sua política industrial¹⁵.

2.1 Crescimento da Produtividade Total dos Fatores na Indústria Coreana, 1967-89.

Setores	Estimativas de Park-Kwon				EAM
	1967-73	1973-81	1981-89	1967-89	1968-88
Indústria Pesada	4,3	-4,9	2,1	0,5	-
Ferro e Aço	10,2	4,7	2,9	4,9	3,7
Metais Não Ferrosos	-0,3	7,6	6,3	4,5	7,6
Minerais Não Metálicos	3,6	6,3	7,6	6,4	2,8
Química	3,2	-11,8	1,6	-0,4	13,1
Equipamentos de Transporte	3,5	2,6	3,3	2,7	11,2
Maquinaria	2,2	4,9	5,2	3,8	8
Eleto-eletrônica	3,9	7,2	4,2	4,8	10,7
Indústria Leve	-0,1	0,8	-2,5	-0,5	-
Alimentos	0,8	-1,8	-17,3	-7,8	9,5
Têxteis	3,2	6,1	2,5	4,4	10,7
Madeira	5,6	11,2	21,3	13,9	10,8
Papel	-8,2	1,5	-1,3	-2	9,5
Outras Manufaturas	0,2	6,2	1	2,4	7,5
Total da Indústria	1,3	-5,2	-0,8	-1,6	8,8

Fonte: Kwon (1994:637)

Nesta linha, aqueles autores procuram mostrar a inconsistência lógica do segundo argumento do BM contra a política industrial. Segundo o EAM a estrutura

¹⁵ A OECD (1996:7) mostra que em 1962 os dez principais produtos da pauta de exportação coreana (respondendo por 62% do total exportado) eram, em ordem decrescente: minério de ferro (13%), tungstênio (12,6%), seda, antracite (5,8%), lula (5,5%), outros pescados (4,5%), grafite (4,2%), madeira compensada (3,3%), cereais (3,3%) e peles de animais (3%). Em 1994, os dez principais produtos, significando 79,7% das exportações totais eram: produtos eletrônicos (37,6%), têxteis (15,1%), produtos químicos (6,6%),

resultante no período de industrialização acelerada, depois dos anos 1950, teria seguido a trajetória de exploração das vantagens comparativas, dadas as dotações iniciais de fatores. Vale dizer, na medida em que a política industrial criou uma estrutura que foi conformada segundo o mercado, chega-se à conclusão de que a intervenção não seria efetiva.

Amsden (1994:529) argumenta que este raciocínio seria falacioso, especialmente para o caso coreano: “Então, o *Report* declara a política industrial da Coreia não efetiva por que criou a mesma estrutura de mercado que a teoria neoclássica prediz que teria se desenvolvido caso a Coreia do Sul não tivesse tido política alguma (somente uma política neoclássica neutra).”.

Akyüz & Gore (1996) procuram mostrar que a política industrial e a acumulação de capital estavam diretamente vinculados na experiência asiática. Argumentam que os lucros corporativos e as rendas *profit-related* sustentaram as altas taxas de investimento e, portanto, de crescimento das economias asiáticas mais bem sucedidas. As políticas públicas estimularam, diretamente, a acumulação de capital ao criarem tais rendas, canalizando-as para os investimentos produtivos.

A tese do nexo **investimento-lucro** questiona a noção convencional de que as poupanças familiares teriam sustentado as altas taxas de investimento nos PAADs. Para Akyüz & Gore (1996) a causalidade é inversa. O crescimento dos investimentos e dos lucros corporativos é que teria estimulado o aumento da poupança privada. Ilustram esse ponto mostrando que o sistema de bônus vinculava a remuneração dos trabalhadores e, portanto, sua capacidade potencial de poupança, aos lucros. Assim, nos anos 1950, no Japão 16% da remuneração dos trabalhadores provinha da participação nos lucros, elevando-se para 20%, nos anos 1960. Na Coreia, os bônus representaram algo entre 14% e 33%, nos anos 1970, enquanto no mesmo período, em Taiwan, esse número era de 15%.

Além disso, uma série de mecanismos “artificiais” estimulavam a elevação da rentabilidade do capital: (i) as isenções especiais, as depreciações aceleradas para estimular a retenção dos lucros; (ii) os fundos especiais de reservas, que nos anos

navios (5,2%), automóveis (4,7%), aço (4,6%), calçados (1,6%), derivados de petróleo (1,7%), instrumentos musicais (1,2%),

1950 responderam por 1/3 das poupanças das corporações no Japão; (iii) os subsídios creditícios; (iv) as rendas criadas pela proteção do mercado interno, estímulo às exportações, acesso às licenças de importação e câmbio favorecido, etc.. Estas políticas buscavam compensar o elevado risco associado à industrialização e inovação em um contexto de desenvolvimento retardatário. O direcionamento destas rendas “artificiais” para a realimentação do circuito investimento-lucro-investimento foi possível por um rigoroso monitoramento dos incentivos e *targeting* de desempenho, algo reconhecido pelo EAM.

Da mesma forma que Lall (1995), a idéia do nexo investimento-lucro de Akyüz & Gore (1996) reforça uma defesa coerente da política industrial. Há uma interação entre a dinâmica microeconômica das decisões de investimento (produtivo e em inovação), os estímulos gerados pelas políticas macroeconômicas (câmbio, tarifas, fisco) e industriais, e os resultados agregados de crescimento, poupança e investimento. Em uma perspectiva de longo prazo, é interessante notar que os países asiáticos partiram de um nível de poupança e investimento não muito superior ao das principais economias latino-americanas. Na Coreia, por exemplo, a poupança agregada em 1960 era inferior aos dos NICs II e dos países latinos. Este fato persistiu em toda a década de 1960. Somente a partir dos anos 1970, quando as políticas de estímulo à acumulação de capital começaram a surtir efeito, é que a poupança e o investimento passaram a apresentar níveis consistentemente superiores. O mesmo se aplicaria aos demais NICs I (tabela 2.2 e Singh, 1996, 1996b).

pescado (1,1%). Ver, também, o item 2.3, deste capítulo.

2.2 Poupança e Investimento em Países Selecionados, 1960-1996 (% do PIB)

	1960		1970		1980		1996		1960-69		1970-79		1980-96	
	Inv.	Poup.	Inv.	Poup.	Inv.	Poup.	Inv.	Poup.	Inv.	Poup.	Inv.	Poup.	Inv.	Poup.
Coréia	11,2	1,9	25,0	15,3	31,6	24,2	38,4	34,5	18,6	8,6	28,1	22,2	33,0	33,0
Hong Kong	27,7	18,0	20,5	28,2	35,1	34,1	32,3	30,7	26,1	22,4	25,3	30,8	28,8	33,3
Cingapura	9,7	8,8	38,7	18,4	46,3	37,5	35,3	50,6	19,8	-4,0	40,5	28,6	39,3	44,3
Filipinas	16,0	16,2	21,3	21,9	29,1	24,2	24,0	15,2	19,5	18,5	27,0	24,9	22,7	19,1
Indonésia	9,2	12,9	15,8	14,3	24,1	38,0	32,1	31,5	9,7	8,2	21,6	25,0	28,2	31,1
Malásia	15,3	27,7	22,4	26,6	30,4	32,9	41,5	42,6	19,2	23,9	25,5	29,7	33,7	34,9
Tailândia	15,4	14,1	25,6	21,2	29,1	22,9	41,7	35,9	20,5	18,7	25,8	22,3	34,2	30,2
China	35,5	35,7	29,0	29,3	35,2	34,9	39,6	41,7	20,9	21,8	30,6	30,9	36,7	36,9
Memória														
Argentina	23,5	23,5	24,4	25,3	25,3	23,8	18,5	18,1	22,3	22,5	26,0	27,2	18,8	20,3
Brasil	19,7	19,1	20,5	20,1	23,3	21,1	20,7	18,6	19,7	19,6	22,9	20,8	20,8	22,3
Chile	17,4	15,2	19,2	19,8	21,0	16,9	26,6	24,5	17,9	17,4	17,9	16,8	21,1	21,9
México	18,5	15,3	21,3	18,7	27,2	24,9	23,3	25,4	19,0	17,0	21,3	19,2	22,2	23,4
Japão	32,9	33,3	39,0	40,3	32,2	31,3	29,9	30,5	34,6	35,0	34,5	35,3	29,9	31,6
EUA	18,6	19,4	18,0	18,4	20,0	19,4	17,5	16,0	19,3	19,8	19,9	19,6	18,2	16,6

Fonte: World Development Indicators, 1999. Cálculos do autor.

Para a maior parte dos autores revisionistas o EAM foi um avanço. O BM não negaria mais as evidências de que as políticas intervencionistas tiveram uma presença marcante na trajetória de crescimento dos PAADs. Se não a explicaram de todo, também não a impediram. Por outro lado, a intenção declarada dos economistas do BM em expandir a fronteira do debate frustrou-se em sua dimensão propositiva. Não há nada nesta nova versão oficial da história do sucesso asiático que sinalize em direção à propostas de políticas públicas que vão além da manutenção da estabilidade macroeconômica, da abertura irrestrita e dos investimentos em capital humano.

Vale dizer, não se avançou sobre o enfoque *market-friendly*. Ainda assim, o debate deslocou-se nitidamente para a questão de quais políticas são mais eficientes. A dicotomia intervencionismo *versus laissez faire* estaria, nos termos do BM, ultrapassada. Porém, o EAM não colocou um ponto final na discussão sobre os fatores explicativos do sucesso asiático.

2.2 Crescimento e Integração nas Décadas de 1980 e 1990

Quando analisa-se o desempenho econômico do Pacífico Asiático nas duas últimas décadas, não se pode deixar de destacar: (i) seu crescimento muito acima da média mundial; (ii) sua participação crescente no comércio internacional; (iii) o *upgrading* produtivo e tecnológico; e (iv) a integração regional. Os NICs I cresceram a

uma taxa média de 8% a.a. na década de 1980, e 6% a.a., nos anos 1990; os NICs II, 5,6% e 4,7%; a economia mundial cresceu 3,4% e 3,1%; e a América Latina, 1,3% e 3,4% (tabela 1.1).

Da mesma forma, o PAD configurou-se como a principal região da periferia a ampliar, significativamente, sua participação no comércio internacional. A tabela 2.3 mostra que, nas última duas décadas do século XX, o PAD passou de 9,5% das exportações mundiais de mercadorias e 8% de serviços, para 20%, em mercadorias, e 15% em serviços. Houve, também, um significativo aumento das importações. Porém, ao contrário da América Latina e outras regiões periféricas, o PAD, conseguiu, naquele período, evitar a cristalização de sua posição na divisão internacional do trabalho enquanto mero mercado consumidor dos países centrais¹⁶.

2.3 Distribuição do Comércio Mundial de Mercadorias e Serviços por Regiões Selecionadas, 1980-1999.

	Mercadorias				Serviços			
	Exportação		Importação		Exportação		Importação	
	1980	1999	1980	1999	1980	1999	1980	1999
Mundo	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
América do Norte (1)	14,4%	16,6%	15,4%	21,8%	12,4%	21,2%	9,8%	16,5%
NAFTA	15,3%	19,1%	16,5%	24,3%	13,6%	22,1%	11,4%	17,5%
América Latina	5,4%	5,2%	5,9%	5,6%	4,8%	4,0%	7,2%	4,5%
AL 7 (2)	3,8%	4,6%	4,0%	4,6%	3,1%	2,3%	5,6%	3,5%
AL 6 (3)	2,9%	2,2%	2,9%	2,1%	1,9%	1,5%	4,0%	2,4%
Europa Ocidental	40,1%	41,9%	44,6%	41,1%	58,1%	47,1%	47,7%	44,9%
Eurolândia	37,1%	38,8%	40,8%	38,0%	52,3%	42,2%	43,1%	41,5%
Europa Oriental	7,7%	3,8%	7,4%	3,6%	1,2%	3,2%	0,9%	2,9%
Ásia	15,9%	27,5%	17,0%	23,0%	13,7%	19,9%	17,6%	25,2%
Japão	6,4%	7,5%	6,8%	5,3%	5,1%	4,5%	8,1%	8,5%
China	0,9%	3,5%	1,0%	2,8%	-	2,0%	-	2,4%
NICs I (4)	3,8%	9,9%	4,3%	8,9%	4,1%	7,3%	3,0%	6,9%
NICS II (5)	2,3%	4,0%	1,9%	2,9%	1,0%	2,7%	1,5%	3,5%
Ásia 5 (6)	3,2%	6,6%	3,0%	5,0%	1,7%	4,6%	2,3%	5,5%
Africa	5,9%	2,0%	4,7%	2,2%	3,5%	2,1%	6,9%	2,8%
Memória								
Mundo (US\$ bilhões)	2034	5611	2074	5876	365	1339	397	1334

Fonte: World Trade Organization databases (<http://www.wto.org>). Elaboração do autor.

(1) EUA e Canadá

(2) Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México. Peru e Venezuela

(3) AL 7 excluindo o México

(4) Coreia do Sul, Cingapura, Hong Kong, Taiwan

(5) Malásia, Indonésia, Tailândia e Filipinas

(6) São os cinco países mais atingidos pela crise financeira de 1997-98: NIC II e Coreia do Sul.

¹⁶ A expansão asiática, em contraste com a estagnação latina, em termos de crescimento (tabela 1.1) e comércio (tabela 2.3), aparece também no fato de que, entre 1980 e 1994, a taxa de crescimento das importações da OCDE originadas dos NICs I foi de 70%, dos NICs II de 103%, enquanto da América Latina foi de -9% (em que pese o crescimento de mais de 50% do México). Cálculos do autor, a partir do software CAN Plus da Cepal.

Do ponto de vista qualitativo, a inserção exportadora dos NICs I foi marcada por um *upgrading* competitivo. O domínio da produção e comercialização de produtos de alto conteúdo tecnológico e maior elasticidade-renda caracterizou a internacionalização da produção dos NICs I na década de 1980¹⁷. Isto fica evidente ao verificar-se as transformações na pauta de exportação dos países da região entre 1965 e 1994. Aqui, cabe a distinção entre as transições produtivo-comerciais¹⁸ dos NICs I e II. Levando-se em conta que os agrupamentos setoriais I, II e III na tabela 2.4 refletem, em grande parte, setores produtivos intensivos em recursos naturais e trabalho, e os agrupamentos IV e V (e outros), setores intensivos em escala e tecnologia, deve-se esperar que um *upgrading* produtivo-comercial signifique uma maior participação dos agrupamentos IV e V, em detrimento dos I, II e III, ao longo do tempo.

É exatamente isso o que se verifica nos NICs I. Se em 1965, mais de 80% das exportações de Coreia, Taiwan, Cingapura e Hong Kong eram de produtos intensivos em trabalho e recursos naturais, em 1994 mais de 50% das exportações eram de produtos em setores intensivos em escala e tecnologia. Este salto qualitativo ocorreu basicamente na década de 1980, coincidindo, portanto, com a maior participação destes países nos fluxos internacionais de comércio, especialmente nos setores de maior dinamismo de mercado, dentro da OCDE. Por outro lado, os NIC II tiveram uma transição menos intensa. As exportações de alimentos e *commodities* representavam, em 1994, 42% do total de exportações da Indonésia, 24% da Malásia e 29% da Tailândia. O agrupamento de setores intensivos em recursos naturais e trabalho era responsável, em média, por mais de 60% das exportações destes países – excluindo-se o petróleo.

¹⁷ A UNCTAD (United Nations, 1996) apresenta os seguintes dados sobre a orientação exportadora de alguns países selecionados, em termos de participação do total das exportações de cada país no conjunto das importações de maior crescimento na OCDE. Assim, 91% das exportações de Hong Kong para a OCDE foram em setores de maior dinamismo naquele mercado. Para Taiwan essa proporção foi de 83,9%; 83,3% em Cingapura; 82% na Coreia; 66,7% na Tailândia; 60,8% na Malásia; e 39,5% na Indonésia. Na A.L. o México teve 61,2% de suas exportações para a OCDE nestes setores, contra 35,5% do Brasil, 20,9% da Argentina e 12,3% da Chile.

¹⁸ As mudanças na estrutura de exportações destes países está refletindo transformações de suas estruturas produtivas, guardadas as especificidades de cada país. Assim, o desenvolvimento produtivo coreano esteve fortemente vinculado ao crescimento de grandes grupos privados nacionais, os *chaebols*, que, sob o estímulo do Estado (concessão de crédito, subsídios e câmbio favorecido, proteção do mercado interno, exigências de desempenho tecnológico e exportador como contrapartida dos estímulos, etc.), puderam diversificar sua capacidade produtiva e inserção exportadora. Taiwan baseou-se mais em pequenas e médias empresas nacionais e grandes empresas estatais. Cingapura e Hong Kong abriram mais espaço para empresas estrangeiras. Para um estudo completo e detalhado do processo de industrialização em economias capitalistas de desenvolvimento tardio e periférico, com ênfase especial no caso asiático, ver Canuto (1994).

2. 4 Estrutura das Exportações do Pacífico Asiático - Países Seleccionados - 1965-1994 (% do total das Exportações Excluindo Petróleo)

	Coréia				Taiwan				Cingapura			
	1965	1975	1985	1994	1965	1975	1985	1994	1965	1975	1985	1994
Grupo I	42,8	17,7	5,9	5,3	60	19	8,6	7	61,1	36,9	23,3	8,6
Grupo II	43,8	53,3	36,3	25,2	26,3	48,7	44,4	25,7	12,6	12,4	10,6	6,1
Grupo III	9,1	11	30,8	14,7	4,2	6,1	11,1	9,6	5,4	8,6	4,8	3,9
Grupo IV	3	10,9	13,4	35,3	3,1	11,7	19	29,2	13,7	24,8	29,4	32,7
Grupo V	1,4	7,2	13,5	19,5	6,4	14,4	17	28,5	7,4	17,4	31,9	48,7
	Indonésia				Malásia				Tailândia			
	1967	1975	1985	1994	1965	1975	1985	1994	1965	1975	1985	1994
Grupo I	96,7	95,8	75,9	42	94,8	81	63,6	23,6	98	85,7	63,3	28,7
Grupo II	0,2	0,4	16,4	43,6	1,5	5,6	7	12	1,6	11,1	22,5	27,1
Grupo III	0,1	0,3	0,4	3	0,3	0,8	2,2	3	0,1	0,8	1,7	3,3
Grupo IV	2,5	1,4	1	3,9	2,3	5,7	20,7	29,8	0,1	1,6	9,6	20,7
Grupo V	0,5	2,1	6,3	7,5	1,2	6,9	6,5	31,6	0,1	0,9	3	20,2
	Hong Kong											
	1965	1975	1985	1994								
Grupo I	7,5	3,2	4	5								
Grupo II	74,4	69	56,4	48,4								
Grupo III	7,7	4,4	3,6	2,7								
Grupo IV	4,7	9,5	12,9	18,2								
Grupo V	5,8	13,9	23,1	25,8								

Fonte: United Nations, 1996:118-9. Reelaboração do Autor. Os agrupamentos setoriais foram definidos pela UNCTAD.

Grupo I: alimentos e outras commodities primárias; Grupo II: papel e produtos de papel, têxtil, confecções e calçados, produtos minerais não metálicos, brinquedos e equipamentos de esporte.

Grupo III: ferro e aço, produtos de metal, navios e embarcações, outros equipamentos de transporte (que não veículos automotores, navios ou aeronaves); equipamento sanitários e hidráulicos.

Grupo IV: borracha e produtos de plástico, maquinário não elétrico e elétrico, veículos motorizados; Grupo V: química e farmacêutica, computadores e equipamentos de escritório,

equipamentos de comunicação, semicondutores, equipamentos de som, , aeronaves e equipamentos associados; e instrumentos científicos, incluindo relógios e equipamentos fotográficos

Foi expressivo o incremento da participação do agrupamento V na pauta de exportações de Malásia e Tailândia, entre 1985 e 1994. Dentro daquele agrupamento, em 1985, somente 0,2% do total das exportações da Malásia representava o grupo “equipamentos de escritório e computadores”; 3,3% era a parcela do grupo “equipamentos de comunicação”. Em 1994, essas participações saltam, respectivamente, para 10,0% e 13,8%. No caso da Tailândia, em 1985 somente 0,8% de suas exportações pertencia à rubrica “equipamentos de escritório e computadores” e 0,1% a “equipamentos de comunicação”. Em 1994, os números correspondentes foram de 9,5% e 4,2%¹⁹. Esse crescimento espetacular não parece ser o resultado direto de um *upgrading* produtivo e tecnológico, a partir do desenvolvimento de

¹⁹ Ver United Nations (1996:118-119).

capacidade competitiva local, como nos casos de Coreia e Taiwan. Aparentemente, refletiria uma peculiaridade do desenvolvimento regional do Pacífico Asiático a partir dos anos 1980, qual seja: o estabelecimento de uma cadeia hierarquizada de valor, comandada pelo Japão²⁰.

Uma das respostas do Japão à *endaka* - valorização do iene - foi uma forte extroversão produtiva dos seus principais grupos econômicos. Estes buscavam reduzir custos através de fontes alternativas de matéria-prima e mão de obra, além de países cujo câmbio fosse mais competitivo e cujas restrições de acesso aos mercados norte-americano e europeu não fossem tão significativas. Como resultado, utilizou-se do mecanismo do investimento direto externo (IDE), em suas diversas formas - instalação de plantas produtivas, licenciamento de tecnologia, parcerias estratégicas, etc. - para ampliar o escopo da sua influência econômica na região.

Ito (1999) estimou em US\$ 617 bilhões o volume de IDE gerado pelos japoneses entre 1951 e 1997. Deste montante, 59% teria se realizado entre 1990 e 1997²¹. Algo em torno de 1/5 daqueles recursos direcionaram-se para o PAD. No período 1990-1997, os NICs II receberam 9% dos investimentos japoneses, e a China, 4%²². Os bancos desempenharam um papel central neste processo. No final de 1985, os bancos japoneses com atuação internacional possuíam um estoque de haveres de US\$ 192,4 bilhões, dos quais 48% aplicados na Ásia, especialmente nos centros *off shore* de Hong Kong e Cingapura. No final do primeiro semestre de 1997, às vésperas da crise, o Japão possuía US\$ 405 bilhões em haveres bancários, 68% localizados no continente asiático²³.

O Japão tornou-se o principal credor bancário individual do PAD, chegando, em alguns momentos, a deter cerca de 60% dos haveres de Malásia, Indonésia e Tailândia (gráfico 2.1). Comparativamente, o máximo de participação individual

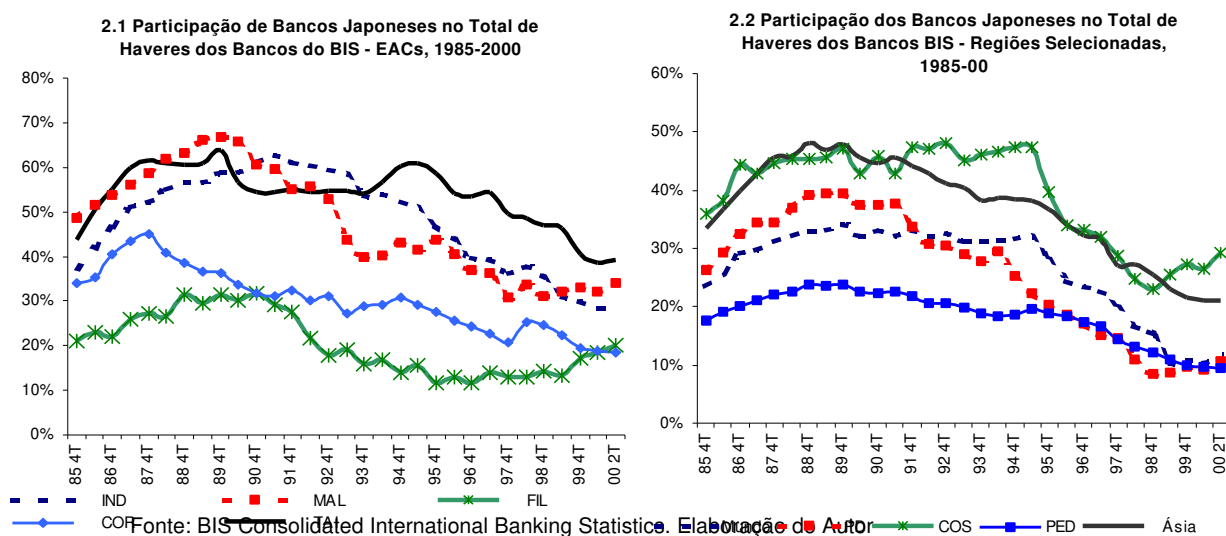
²⁰ Ver Arrighi (1997), Medeiros (1997) e United Nations (1996).

²¹ Esta proporção tende a estar superestimada pois o autor calculou o IDE em dólares correntes, convertidos do iene, pela taxa de câmbio média de cada ano. É importante ressaltar que a definição de IDE segue os critérios das estatísticas oficiais do Japão.

²² Além disso, em 1997 o Japão respondia por 32% do passivo bancário da região, contra 8% dos EUA e 40% da Europa. Neste mesmo ano, na América Latina, 50% dos passivos em divisas eram provenientes de países europeus, 28% dos EUA e somente 6% do Japão. Portanto, este país conformou, no espaço regional asiático, especialmente nos NICs II e China, bases ampliadas para a acumulação de capital das suas empresas e instituições financeiras (Ito, 1999).

²³ Cálculos do autor a partir dos dados do BIS – www.bis.org.

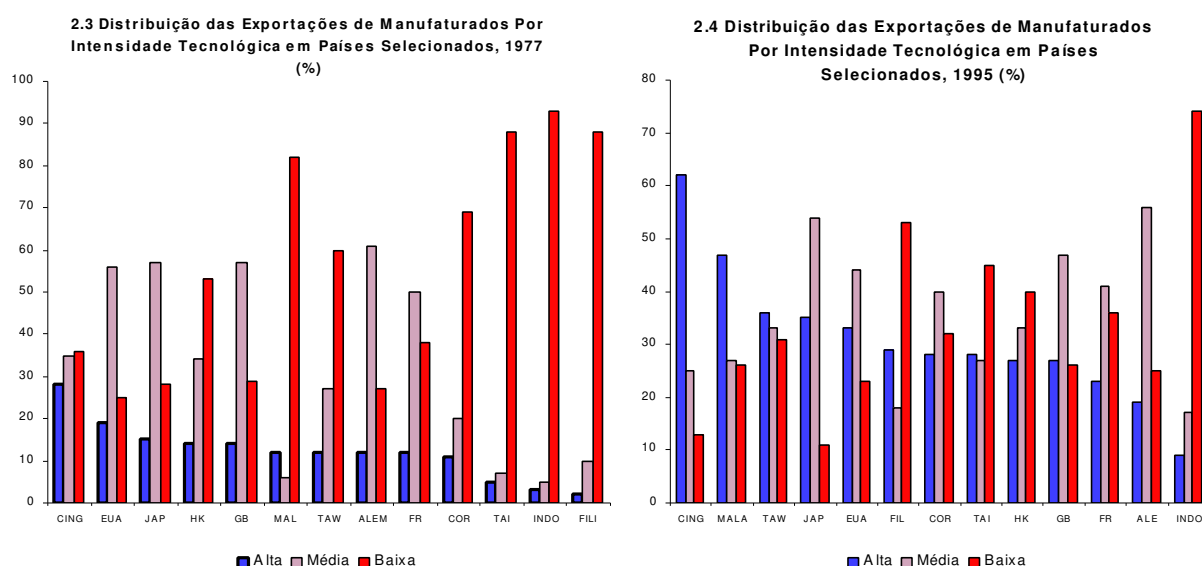
daquele país no total dos haveres bancários das instituições que reportam seus dados ao BIS, foi de 34%, no final de 1989. A partir de então, a longa crise financeira implicou na redução nesta participação. Nos centros *off shore* (COS), o Japão chegou a deter 47% dos haveres bancários internacionais, em função de sua presença maciça em Hong Kong e Cingapura, centros financeiros irradiadores de investimentos na região (gráfico 2.2).



É importante notar que o incremento das exportações de produtos de alta tecnologia, especialmente nos NICs II, deu-se com um alto grau de conteúdo importado. A relação entre importações e exportações, dentro do setor eletrônico em países selecionados da região, para o ano de 1994, indicava que, do total do setor, as importações de partes e peças representavam 60% do valor das exportações de bens finais na Tailândia e 38,5% na Malásia. Com um maior grau de desagregação, verificou-se que: (i) 79,4% do valor das exportações de equipamentos de processamento de dados da Tailândia era correspondente à importação de componentes; (ii) para equipamentos de comunicação tinha-se 40%; (iii) na Malásia esses valores eram, respectivamente, 95,4% e 28,4%; (iv) esses números também eram elevados para Indonésia e Cingapura, mas menores na Coreia e Taiwan²⁴ (United Nations, 1996:120).

²⁴ Do total do setor eletrônico 18,7% do valor das exportações dos bens finais da Coreia correspondia a partes e peças importadas, contra 12,6% em Taiwan, 32,7% em Cingapura e 26,7% na Indonésia (United Nations, 1996).

Lipsey (1999) trabalhou detalhadamente com um cruzamento de dados de comércio, a partir de fontes nacionais, especialmente dos EUA e Japão, e internacionais, do *National Bureau of Economic Research Trade Database*. Suas conclusões são bem próximas às apontadas nos anteriores, ou seja: (i) os países asiáticos possuem um padrão de especialização de exportação em produtos de alta tecnologia²⁵; (ii) este padrão cristalizou-se, sobretudo, nas décadas de 1980 e 1990, conforme pode ser visto nos gráficos 2.3 e 2.4; (iii) criou-se uma cadeia hierarquizada de valor, especialmente nos NICs II, comandada pelas empresas multinacionais japonesas.



Fonte: Lipsey, 1999. Arranjos do autor.

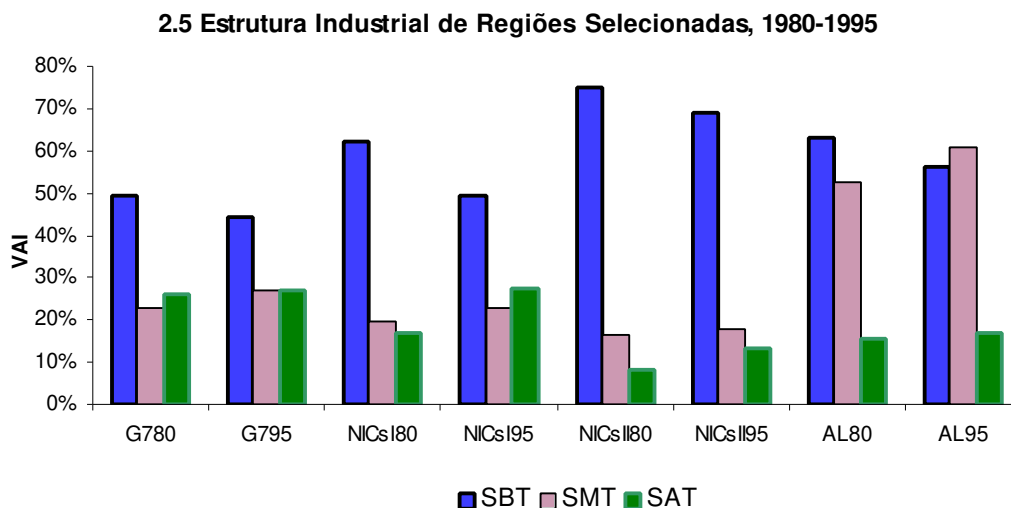
A face industrial deste *upgrading* tecno-produtivo está retratada no gráfico 2.5²⁶. Em 1980, as sete nações mais industrializadas (G7) apresentavam uma estrutura

²⁵ O autor classifica os setores de alta tecnologia como sendo: remédios, computadores e equipamentos de escritório, equipamentos de comunicação (exceto rádio e televisão), componentes eletrônicos, outros equipamentos elétricos, aeronaves e instrumentos científicos (Lipsey, 1999).

²⁶ Cálculos do autor a partir dos dados fornecidos pela Unido (1997). Trabalhou-se com médias ponderadas pelo PIB medido em dólares constantes de 1990. Para efeito da classificação setorial tomou-se a referência da própria Unido, que considera, conforme a ISIC a três dígitos: (i) **setores de baixa tecnologia** (SBT) - indústria alimentícia (311/2), bebidas (313), produtos de tabaco (314), têxteis (321), confecções (322), couro e produtos derivados de couro (323), calçados (324), madeira e produtos de madeira (331), móveis e acessórios (332), papel e produtos de papel (341), edição e impressão (342) refino de petróleo (353), derivados de petróleo e prod. de carvão (354), cerâmica (361), vidro e produtos de vidro (362), outros produtos minerais não metálicos (369), siderurgia (371), metais não ferrosos (372), Produtos Metálicos (381); (ii) **setores de média tecnologia** (SMT): ind. química (351), outros prod. químicos (352), prod. de borracha (355), prod. de plástico (356), equip. de transporte (384); (iii) **setores de alta tecnologia**

produtiva na qual os setores de alta tecnologia respondiam por 26% do valor adicionado industrial (VAI)²⁷. Em 1995, esta proporção elevou-se para 27%. Verificou-se, nos NICs I, uma profunda transformação da sua base industrial, neste mesmo período, onde aqueles setores passaram de 17% para 27,4% do VAI. Nos NICs II este indicador foi de 8% para 13%. A América Latina manteve sua especialização em setores intensivos em trabalho e recursos naturais, com o peso dos de alta tecnologia estagnado ao redor de 16%.

A produtividade industrial do G7, medida em termos da relação VAI por trabalhador era, em 1980, de US\$ 45,7 mil. A produtividade dos NICs I equivalia a 27% disto, dos NICs II a 11% e da América Latina, a 41%. Em 1995 a produtividade do G7 chegou a US\$ 71,5 mil, com a dos NICs I alcançando 48% deste valor, os NICs II com 21% e os latinos com 37%. Estes números sugerem um contraste evidente entre o *catching up* asiático e o *falling behind* latino-americano, e derivam do fato de que a taxa anual de crescimento da produtividade²⁸ do G7 foi de 3%, contra 6,7% dos NICs I, 7,1% dos NICs II e 2,4% da América Latina.



Fonte: Unido (1997). Elaborado pelo autor.

(SAT) – equip. não elétricos (382), equip. elétrico (383), equip. profissionais . e científico (385). Excluiu-se a categoria **outros setores**.

²⁷ O VAI é medido em dólares constantes de 1990.

A integração regional foi uma característica marcante dos anos 1980 e 1990. A tabela 2.5 indica que o comércio intra-regional no PAD passou de 21%, em 1985, para 37% em 1995. O PAD tornou-se, neste período, o mercado mais importante para os NICs I, ao passo que, para os NICs II, o Japão e os EUA continuaram sendo a principal fonte de demanda externa. A UNCTAD (United Nations, 1996) apontava na mesma direção, pois estimava que, para 1980, somente 18,9% das exportações dos NICs I, NICs II e China, destinavam-se a este mesmo conjunto de países. Já em 1994, 36% das exportações PAD ficaram dentro da região. Somando-se os dados do Japão, verifica-se que metade dos fluxos de comércio, em 1994, correspondiam às transações intra-regionais.

Para o Japão, o mercado do PAD passou a ter mais importância que o mercado norte-americano (EUA e Canadá) ao longo das décadas de 1980 e 1990. Porém, essa integração deu-se de forma desequilibrada, pois implicou no acúmulo de superávits comerciais do Japão frente aos demais países da região²⁸, o que contribuiu para a elevação dos déficits em transações correntes da maioria dos países da região. Este fator pode ser apontado como um dos determinantes da fragilização externa de alguns países da região nos anos anteriores à crise (capítulo 3 desta tese).

²⁸ Cálculos do autor com os dados da Unido (1997), utilizando-se: $p = \{\ln [(VAI/N)_{95}/(VAI/N)_{80}]/n\}$, onde p é a taxa anual de crescimento da produtividade, VAI/N a produtividade em cada ano, e n , o período.

²⁹ Em 1994 o Japão exportou US\$ 378 bilhões em produtos manufaturados, dos quais US\$ 142 bilhões (38%) para o PAD. Por sua vez, o PAD exportou US\$ 480 bilhões, dos quais US\$ 50 bilhões (10,4%) destinaram-se ao Japão. Por outro lado, os demais países desenvolvidos absorveram 22% daquelas - tabela 24 do United Nations (1996:88).

2.5 Participação das Exportações do Pacífico Asiático nos Principais Mercados Importadores, 1985 -1998 (%)

2.3.4 Participação das Exportações do Países Asiáticos nos Principais Mercados Importadores, 1985-1998 (%)															
Origem das Exportações	Mercados Importadores														
	Mundo			Países Indust.			EUA			Japão			PAD		
	1985	1995	1998	1985	1995	1998	1985	1995	1998	1985	1995	1998	1985	1995	1998
PAD	9,3	16,2	16,0	8,8	13,3	13,1	15,8	23,1	22,2	25,5	34,4	35,3	21,3	33,1	37,0
China	1,6	4,5	4,6	1,1	3,7	4,0	1,2	6,3	7,2	5,0	10,7	12,1	5,2	9,5	10,1
NICs I	5,1	7,7	7,3	5,0	5,9	5,6	11,6	11,0	9,3	7,6	12,3	11,3	10,3	16,1	18,2
Coréia	1,3	2,3	2,2	1,4	1,8	1,6	3,0	3,2	2,6	3,2	5,2	4,5	1,4	4,3	5,1
Cingapura	0,9	1,8	1,8	0,6	1,2	1,2	1,2	2,5	2,0	1,2	2,0	1,9	3,2	4,4	5,7
Hong Kong	1,2	1,1	1,1	1,1	0,9	0,9	2,5	1,4	1,1	0,6	0,8	1,0	3,3	2,2	2,3
Taiwan	1,7	2,5	2,2	1,9	2,0	1,9	4,9	3,9	3,6	2,6	4,3	3,9	2,4	5,2	5,1
NICs II	2,6	4,0	4,1	2,5	3,6	3,6	3,1	5,8	5,7	12,9	11,3	11,9	5,8	7,4	8,7
Filipinas	0,3	0,4	0,6	0,3	0,4	0,6	0,6	1,0	1,3	1,0	1,0	1,7	0,5	0,5	0,9
Indonésia	1,0	0,9	0,9	1,2	0,9	0,9	1,4	1,0	1,0	7,8	4,2	4,0	0,9	1,3	1,6
Malásia	0,9	1,6	1,6	0,7	1,3	1,2	0,7	2,3	2,0	3,3	3,1	3,3	3,4	3,8	4,1
Tailândia	0,4	1,1	1,0	0,3	1,0	0,9	0,4	1,5	1,4	0,8	3,0	2,9	1,0	1,8	2,1
Memória															
Ásia 5	3,9	6,3	6,3	3,9	5,4	5,2	6,1	9,0	8,3	16,1	16,5	16,4	7,2	11,7	13,8
América Latina	5,8	4,7	5,3	6,2	5,1	5,7	13,6	14,0	16,1	4,7	3,4	3,4	2,6	1,5	1,4
México	1,5	1,6	2,0	1,9	2,1	2,7	5,4	8,1	10,2	1,4	0,4	0,5	0,2	0,2	0,2

Fonte: World Bank, 2000b. Rearranjos do Autor.

Nota: Os dados de 1998 referem-se ao primeiro semestre

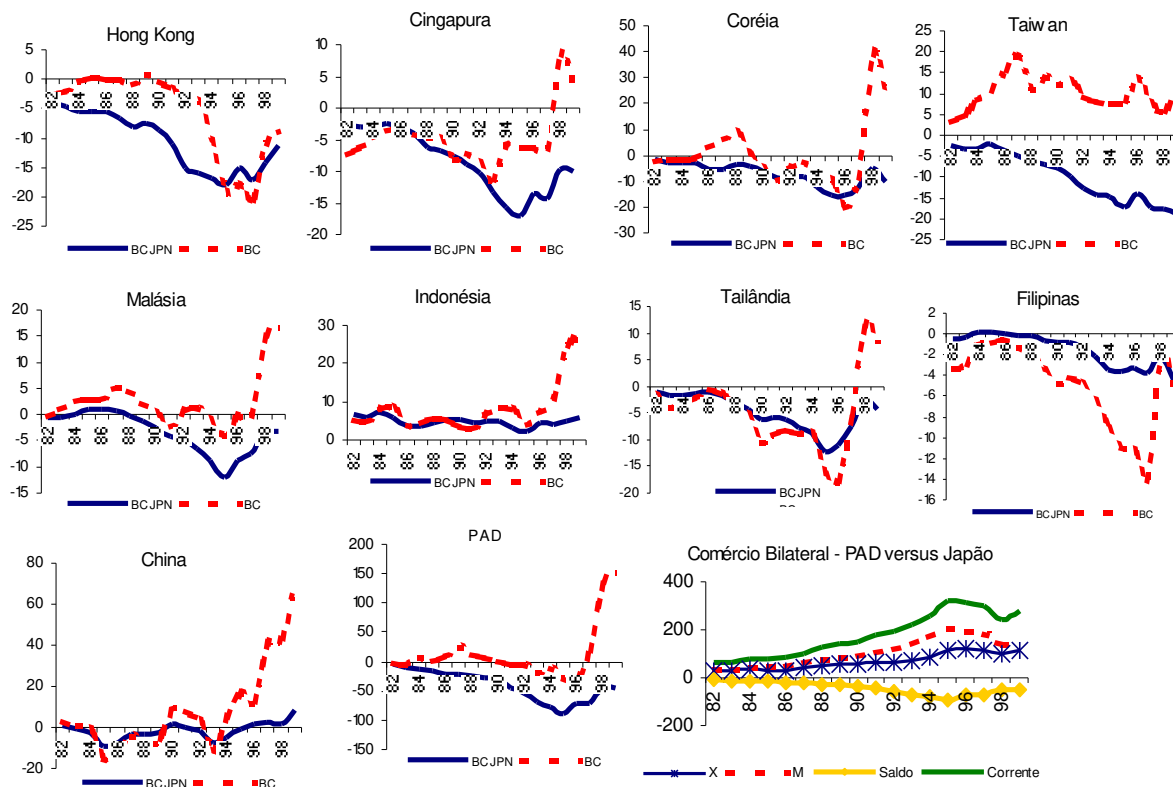
O gráfico 2.6 revela que as economias do PAD mantiveram um déficit comercial estrutural (e crescente) com o Japão, entre 1982 e 1999, em um quadro de expansão da corrente de comércio. O saldo acumulado do comércio bilateral Japão *versus* PAD foi de US\$ 741,2 bilhões a favor do primeiro, ao passo que o resultado global da balança comercial do PAD revela um superávit acumulado de US\$ 273 bilhões³⁰. Em qualquer nível de taxa de câmbio, o Japão logrou sustentar resultados positivos contra todos os países da região, com exceção da Indonésia e China - esta em alguns anos.

O *drive* exportador dos anos 1980 tornou o PAD estruturalmente superavitário no total do seu comércio de mercadorias, o que contribuiu, decisivamente, para a melhoria das contas externas. Nos anos imediatamente anteriores à crise, este resultado inverteu-se, em um contexto de rápido crescimento econômico, queda dos termos de troca e valorização da taxa de câmbio (capítulo 3). Da mesma forma, constatou-se, na primeira metade da década de 1990, um acentuado agravamento na tendência de desequilíbrio estrutural do comércio bilateral entre os países da região e o Japão. Em 1990 o superávit japonês com relação ao PAD era de US\$ 31,5 bilhões; em 1995 atingiu o pico de US\$ 90 bilhões. Este resultado mostrou-se mais intenso nos

³⁰ Cálculos do autor, a partir da base de dados Banco Asiático de Desenvolvimento (ADB, 2000c).

NICs II (com exceção da Indonésia) – reforçando o argumento da constituição de uma cadeia hierarquizada de valor sob comando japonês (item 2.3) – e em Taiwan.

2.6 Balança Comercial em Economias Selecionadas do Pacífico Asiático – Total e Bilateral (Japão). 1982-1999 – US\$



Fonte: ADB (2000 c). Elaborado pelo autor.

2.3 Um ou Muitos Modelos?

As evidências apresentadas nos itens anteriores e análises como as de Arrighi (1997), United Nations (1996), Ito (1999), Islam (1998), Medeiros (1997), Ichimura (1998), entre outras, sugerem que, no PAD, as décadas de 1980 e 1990 foram caracterizadas por uma dinâmica regional de crescimento significativamente centrada no Japão. A partir de 1985, com a valorização negociada do iene frente ao dólar (Acordo do Plaza), as grandes corporações japonesas passaram por um profundo processo de reestruturação. Entre outras coisas isto significou o deslocamento de parte

de sua capacidade produtiva para os países em desenvolvimento da região. Buscavam-se condições competitivas mais favoráveis, reais – insumos e mão de obra mais baratos -, e monetárias – taxas de câmbio relativamente desvalorizadas.

Os fluxos de investimento externo permitiram a aceleração das transformações estruturais na indústria, especialmente nos NICs II. Estabeleceram-se canais de investimento, comércio e financiamento, através de um processo contínuo de transferência de segmentos produtivos entre os países da região, com o comando japonês, caracterizando o chamado paradigma dos gansos voadores (PGV).

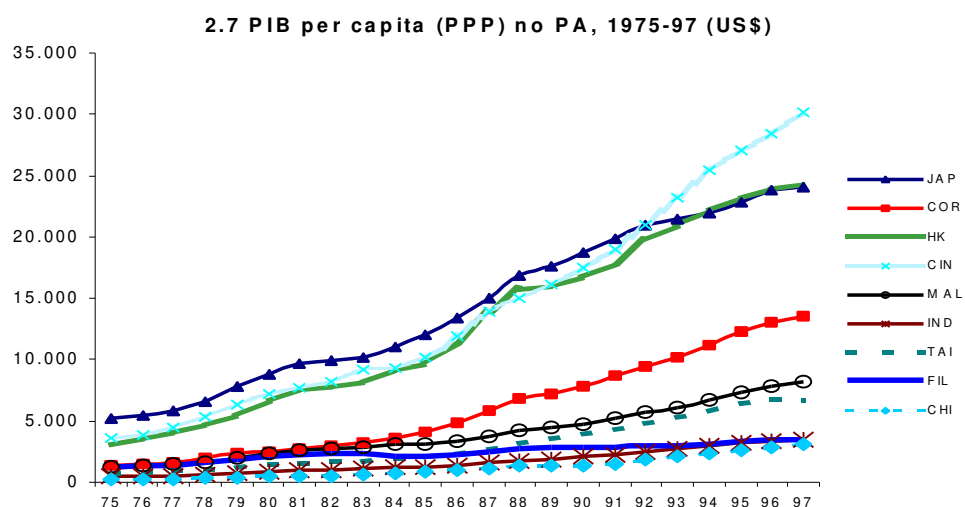
O PGV envolve uma idéia de divisão regional do trabalho hierarquizada. Foi formulada, inicialmente, em 1932 por K. Akamatsu para explicar o desenvolvimento japonês no período³¹. Sua adaptação ao desenvolvimento recente do PAD envolveu a consideração de quatro elementos centrais: (i) as ligações entre os diferentes países na hierarquia regional; (ii) os mecanismos pelos quais o desenvolvimento é transmitido de um país a outro; (iii) o papel das políticas e dos mercados neste processo; e (iv) a estabilidade e sustentabilidade do processo em si.

Normalmente, o **comércio** é considerado o principal veículo para a transferência de novos bens e tecnologias entre os países, onde: (i) as importações do país mais avançado (PMA) permitiriam ao país seguidor (PS) introduzir novos produtos em seu mercado; (ii) garantindo, também, a introdução de bens de capital e tecnologia; (iii) quando a produção perde competitividade no PMA, este deixa de produzir internamente e passa a importar do PS bem sucedido em construir uma indústria competitiva. Assim, o PGV combina a idéia de ciclo de vida de um produto em particular com um processo dinâmico de mudança de vantagens comparativas.

O gráfico 2.7 traduz a noção do PGV, ao revelar a estrutura hierarquizada de evolução da renda per capita na região. O Japão parte de um nível de renda superior,

³¹ “A formulação original do paradigma dos gansos voadores descreve a mudança na estrutura industrial ao longo do tempo, começando com a concentração na indústria têxtil intensiva em trabalho, mudando, gradualmente, para atividades mais demandadas, tais como a indústria química, e então em direção ao aço, automóveis e assim por diante. Enquanto a escala de cada setor cresce até o pico neste processo, antes de desaparecer gradualmente devido à perda de competitividade, os sucessivos estágios são descritos como uma curva invertida em formato de V; daí a metáfora com os gansos voadores. Depois, essa metáfora também tem sido utilizada para descrever a mudança dos setores de um país para outro, com a curva invertida em formato de V representando a evolução do mesmo setor em diferentes países ao longo do tempo.” (United Nations, 1996:103, nota 3). Ou seja: “Esse paradigma provê uma descrição do ciclo de vida de vários setores no curso do desenvolvimento econômico e da realocação de setores de um país para outro através do comércio e investimento direto externo (IDE) como resposta a mudanças na competitividade.” (United Nations, 1996:75).

sendo seguido pelos NICs I que, por sua vez, são acompanhados pelos NICs II e demais países periféricos da região (tabela 2.7).



Fonte: World Development Indicators, 1999. Elaboração do Autor.

Análises mais recentes, como as citadas anteriormente, que trabalham explícita ou implicitamente, com a idéia do PGV, têm enfatizado o papel do investimento direto externo (IDE), que permitiria a ampliação da base regional de atuação do(s) país(es) líder(es), garantindo a constituição de mercados consumidores e bases de exportação para terceiros mercados³² (Rowthorn, 1996).

Das (1998) sugere que o PGV evidencia-se nas mudanças das vantagens comparativas reveladas (VCR), ao longo das duas últimas décadas. Enquanto os NICs I estariam perdendo competitividade em setores intensivos em recursos naturais e trabalho, estariam ganhando nos intensivos em tecnologia e capital. Nos NICs II, estes

³² “Nesta visão, o IDE molda e é moldado pela evolução da vantagem comparativa entre os países seguidores e os países líderes. O investimento doméstico retira-se daqueles setores que sofrem com a perda de competitividade (p.ex. setores intensivos em trabalho tais como têxtil e calçados) e a produção é realocado para onde o trabalho é mais barato, de modo a atender aos mercados externo e doméstico. Todavia, o investimento agregado não diminui na economia avançada porque sua indústria está sendo constantemente reestruturada e melhorada, e os recursos são alocados para produtos intensivos em maior habilidade e tecnologia, que agora desfrutam de vantagens comparativas. Neste modelo, então, há um *trade off* entre investimento agregado doméstico e IDE; o investimento global aumenta continuamente, promovendo os fluxos de comércio. No país hospedeiro, o IDE amplia o padrão de vida e provê emprego para aqueles que foram realocados pela migração das antigas atividades ao país “seguidor”. Neste sentido, o IDE é orientado para o comércio, sendo positivo e complementar à economia do país hospedeiro. O padrão de IDE dos gansos voadores é governado por mudanças na competitividade trazidas, em parte, por fatores macroeconômicos, e é freqüentemente contrastada com padrões alternativos onde o IDE é governado por interesses “microeconômicos” de corporações transnacionais (TNCs) em defender vantagens oligopolistas. Então, esse paradigma oferece uma análise integrada do comércio e IDE, em um nível agregado, que o aporte baseado na firma não pode prover.” (United Nations, 1996:77-78).

segmentos também teriam tido um incremento, mas não o suficiente para descaracterizá-los como relativamente mais eficientes em *commodities* e setores tradicionais³³.

Ng & Yeats (1999), utilizando, também, a noção de VCR³⁴, verificaram que as operações de montagem final dos produtos estão tendendo a migrar para os países mais pobres da região³⁵, enquanto Japão e os NICs I especializam-se na produção dos componentes³⁶. Nos termos destes autores, a cadeia hierarquizada de valores aparece na forma de uma produção regional compartilhada. A produção e exportação de componentes seria crescente, na região como um todo.

Assim, para o Pacífico Asiático, em 1996, Ng & Yeats (1999) estimaram em US\$ 178 bilhões as exportações de partes e componentes, e em US\$ 166 bilhões, as importações. A maior parte destas concentram-se nos seguintes grupos³⁷: componentes de equipamentos de telecomunicação (25%), de maquinário (19%), de automóveis (19%) e de eletrônicos (12%). As importações de componentes teriam crescido nove vezes entre 1986 e 1996, em um ritmo mais intenso que na Europa e EUA. Por outro lado, as exportações de componentes cresceram a uma taxa anual média de 15%, entre 1984 e 1996, contra 11% do conjunto dos bens. O mercado regional, que representava 25% das exportações de componentes, em 1984, passou a absorver 45% delas, em 1996. Um crescimento médio de 21% ao ano ou seis pontos percentuais a mais que o total exportado destes setores. Assim, "... medido em

³³ O indicador de vantagens comparativas reveladas (VCR) é calculado pela razão entre o peso de um setor no total das exportações de um país com relação a essa mesma relação, só que com respeito às exportações mundiais. Das (1998:133) reporta a seguinte evolução da VCR entre 1980 e 1993, de acordo com a seguinte agregação setorial, baseada na intensidade de utilização dos fatores: (i) NICs I - recursos naturais (0,32 para 0,47); agricultura (0,84 para 0,48); tecnologia (**0,74 para 1,20**); trabalho (**4,26 para 1,77**); capital humano (0,86 para 0,90); capital (**0,90 para 1,06**); (ii) nos NICs II, esses valores foram de, respectivamente (**1,81 – 1,30**); (**2,23 – 1,87**); (0,09 – 0,52); (**0,58 – 1,51**); (0,07 – 0,58); (0,13 – 0,63). Com isso, este autor conclui que "(mudanças) nas vantagens comparativas podem ser associadas a movimentos de subida em uma escada pelas economias. Na medida em que a dotação de fatores se transformou, os NIEs [NICs I – nos termos desta tese] subiram um degrau, que foi ocupado pelas economias do ASEAN [NICs II]. Estes, por sua vez, estão sendo seguidos pela China" (*idem*:139)

³⁴ Com os dados de exportação, como é usual; e com os de importação, para verificar a maior competitividade relativa na montagem final de produtos.

³⁵ Os autores (Ng & Yats, 1999: 27-28) analisaram 60 grupos de componentes, encontrando os seguintes índices de VCR (em parêntese o número de grupos com VCR maior do que 1): China – 1,00 (26); Malásia – 1,73 (27); Indonésia - 1,44 (30); Tailândia - 1,54 (27); Filipinas - 2,27 (19); Hong Kong – 0,86 (14); Cingapura – 1,40 (25); Coréia – 0,89 (24); Taiwan – 0,67 (9); Japão – 0,76 (8); EUA – 0,93 (11)

³⁶ Para aqueles 60 grupos, verificou-se que, a porcentagem de grupos que tinham VCR maior do que 1, na **produção de componentes**, passou, entre 1985 e 1996, de: 15% para 32% em Taiwan; 0 para 10% na Coréia; de 25% para 27% em Cingapura; de 22% para 27% no Japão (*idem*: 32).

³⁷ Segundo a classificação ISIC, revisão 2, a três dígitos.

exportação ou importação a força motora do compartilhamento da produção no Leste Asiático origina-se nas economias do Leste Asiático.” (Ng & Yeats, 1999:16).

Os elementos comuns desta trajetória regional de crescimento não devem ofuscar as diferenças individuais entre os países e os padrões de desenvolvimento dos subgrupos (tabelas 2.6 e 2.7). Os NICs I, assim como o Japão, caracterizam-se por serem relativamente mais pobres na dotação de recursos naturais. Hong Kong e Cingapura, duas pequenas cidades-estado³⁸, são fortemente dependentes da importação de energia, e praticamente não dispõe de terras agriculturáveis. Não à toa, a produção de alimentos caiu, em termos absolutos, nas últimas 4 décadas. Coréia e Japão, são relativamente maiores em termos de área e população. Importam mais de 80% da energia consumida e possuem índices baixos de disponibilidade de terra. Sua produção de alimentos cresceu, entre 1961 e 1997, porém, em um ritmo inferior ao dos NICs II e de outras economias em desenvolvimento.

Os NICs II possuem um território conjunto 20 vezes superior ao dos NICs I e uma população quatro vezes maior. Malásia e Indonésia são exportadores líquidos de energia, enquanto a Tailândia e as Filipinas importam entre 40% e 50% do seu consumo. A produção de alimentos cresceu fortemente nas últimas décadas, refletindo a superioridade de sua base per capita de terra agricultável e a existência de culturas perenes, como a borracha, coco, palma, etc.. A China, é tipicamente um país grande, do ponto de vista de área e população. É auto-suficiente em termos energéticos. Todavia, sua base agrícola não é relativamente maior que a dos demais países da região.

³⁸ Para Honk Kong este termo aplicava-se para o período anterior à sua reincorporação à China, ocorrida em 1997.

2.6 Indicadores de Produção e Utilização de Recursos Naturais e Alimentos em Países Seleccionados, 1961-1997.

	Terra Arável % total		Terra Arável ha/hab.		Plant.Perman. ⁽¹⁾ % do tot. de terra		Energia ⁽²⁾ Kwh		Energia Kwh/hab		Import.de Energia ⁽³⁾ (%)		Alimentos ⁽⁴⁾	
	1961	1996	1961	1996	1961-80	1981-96	1972	1996	1972	1996	1971	1996	1961	1997
Japão	15	10	0,06	0,03	1,6	1,3	382.900	1.003.230	3612	7962	87	80	64	96
Coréia	21	18	0,08	0,04	1,4	1,5	10.540	223.069	319	4849	49	86	33	123
Hong Kong	13	6	0,00	0,00	1,0	1,0	5.574	28.442	1394	4740	99	100	99	58
Cingapura	5	2	0,00	0,00	13,1	3,3	2.585	24.100	1293	8033	..	100	67	35
Malásia	3	6	0,10	0,09	10,7	14,9	3.795	51.407	345	2448	23	-69	22	127
Indonésia	10	10	0,19	0,09	4,4	5,7	3.045	67.062	25	340	-101	-66	34	124
Tailândia	20	33	0,38	0,28	3,0	5,7	5.083	87.467	137	1458	44	45	36	107
Filipinas	14	18	0,15	0,07	9,6	14,6	9.145	36.656	234	509	57	55	41	123
China	11	13	0,16	0,10	0,3	0,8	138.400	1.080.020	165	889	0	0	32	163
Memória														
Argentina	7	9	0,87	0,71	0,8	0,8	23.624	69.759	984	1993	9	-27	62	127
Brasil	2	6	0,28	0,33	0,9	1,3	50.878	289.817	519	1789	30	31	30	128
México	12	13	0,59	0,27	0,8	0,9	31.039	162.526	597	1748	0	-51	38	120
Alemanha	35	34	0,17	0,14	1,4	1,3	327.249	550.644	4196	6715	43	60	61	93
EUA	20	19	0,98	0,66	0,2	0,22	1.703.380	3.652.030	8189	13781	10	21	59	117

Fonte: World Development Indicators, 1999. Elaboração do autor.

(1) Inclui o cultivo de variedades que não são replantadas a cada estação e extrativismo vegetal, como café, coco, borracha, fruticultura, floricultura etc.

(2) Produção de Eletricidade

(3) Participação da energia importada no total do consumo comercial. Um sinal negativo indica uma exportação líquida

(4) Índice, média 1989-91 = 100. Refere-se à produção de alimentos comestíveis que tenham valor nutritivo.

2.7 PIB Per Capita, População e Área em Países Seleccionados, 1960-1997.

	US\$ constantes (1995)		US\$ preços de mercado		US\$ PPP		Pop. (milhões hab.)		Área (mil Km ²)
	1960	1997	1967	1997	1975	1997	1960	1997	
Japão	8.222	42.731	1.230	33.256	5.240	24.070	94	126	378
Coréia	1.177	11.207	157	9.621	1.330	13.590	25	46	99
Hong Kong	3.072	21.965	672	24.486	3.070	24.350	3	7	1
Cingapura	4.742	32.690	613	32.106	3.570	30.182	1	3	1
Taiwan*	..	..	267	12.439	..	..	..	22	36
Malásia	1.014	4.648	345	4.476	1.230	8.140	8	22	330
Indonésia	249	1.143	54	1.075	480	3.490	94	200	1.905
Tailândia	474	2.896	171	2.523	800	6.690	26	61	513
Filipinas	701	1.116	219	1.110	1.230	3.520	28	74	300
China	99	680	95	735	240	3.130	667	1.227	9.561
Memória									
Argentina	5.782	8.875			3.710	10.300	21	36	2.780
Brasil	1.616	4.554	343	5.002	2.100	6.480	73	164	8.547
México	1.685	3.425	715	4.287	2.680	8.370	37	94	1.958
Alemanha	..	30.329	..	25.516	..	21.260	73	82	357
EUA	14.089	29.054	4.081	29.231	8.020	29.010	181	268	9.364

Fonte: World Development Indicators, 1999. Elaboração do autor

(*) PIB per capita estimado por Ichimura (1998), a partir de dados oficiais de Taiwan para os anos de 1967 e 1995.

Com uma dotação inicial de fatores mais favorável, países como Malásia, Indonésia e Filipinas possuíam, nos anos 1960, um nível de renda per capita que, medida a preços de mercado, era superior ao da Coreia. Ichimura (1998) argumenta que o padrão típico de desenvolvimento dos NICs II está diretamente associado à sua

abundância relativa de recursos naturais³⁹. Isto teria determinado: (i) um maior desenvolvimento da agricultura e dos setores industriais vinculados de processamento de *commodities*; (ii) a canalização da poupança para investimentos na infra-estrutura capazes de alicerçar esse tipo de industrialização; e (iii) uma maior dependência da importação de bens de capital, com atrofiamento dos setores modernos, intensivos em capital e tecnologia. Somente a partir de meados dos anos 1980, com o *drive* de investimentos externos, teria iniciado um processo, limitado, de *upgrading* industrial, nos termos descritos anteriormente.

Em contrapartida, os NICs I, em semelhança ao que havia ocorrido no Japão, foram forçados à seguir uma seqüência distinta, onde a menor dotação de recursos naturais, levou à exploração da produção e exportação de bens industrializados dos setores intensivos em mão de obra. As divisas geradas neste processo viabilizavam a importação de bens de capital. Com o tempo, o esforço desenvolvimentista permitiu a consolidação dos setores pesados da indústria, acelerando o desenvolvimento produtivo e tecnológico⁴⁰.

Uma característica comum na região está no processo recente de constituição de bases políticas e institucionais nacionais. Com a exceção do Japão, Tailândia e China, todos os países da região eram colônias de potências ocidentais ou do próprio Japão, até a Segunda Guerra. Depois desta, viveu-se um período de guerras e lutas internas para a consolidação da independência e a construção nacional.

Ichimura (1998) procurou identificar os pontos de passagem entre dois momentos: o da “política de construção da nação” e o das “políticas voltadas ao desenvolvimento”. Para Hong Kong, o fim da guerra civil chinesa, com a vitória dos comunistas, gerou, em 1949, uma entrada maciça de capitalistas chineses. Este aporte de experiência na condução de negócios, e o ambiente de *laissez faire* do protetorado britânico, teriam engendrado um forte dinamismo econômico e um padrão políticas públicas com um viés anti-intervencionista.

³⁹ A importância da geografia na determinação da trajetória de desenvolvimento dos distintos países asiáticos esteve no centro dos argumentos da equipe do Harvard Institute of International Development, em seu influente estudo *Emerging Asia* (ADB, 1997).

⁴⁰ Ver, também, United Nations (1996), World Bank (1993), Amsden (1991), Arrighi (1997), Canuto (1994).

Da mesma forma, Taiwan abrigou os nacionalistas chineses derrotados na guerra, que perceberam, desde logo, a necessidade de centralizar o poder, formar uma elite burocrática capaz de conduzir um processo acelerado de desenvolvimento e, acima de tudo, alinhar-se aos EUA. Em 1954 formou-se, com o apoio norte-americano, o Comitê Conjunto para a Reconstrução Rural, que lançou as bases do crescimento do país.

Em 1965, Cingapura tornou-se independente da Malásia. O primeiro governo, liderado por Lee Kuan Yeu, do Partido da Ação Social, criou um misto de liberalismo econômico com totalitarismo político, que permitiu a aceleração dos negócios em um ambiente de estabilidade institucional.

A Coreia do Sul surgiu como produto de uma dolorosa guerra civil, tendo sido marcada nas décadas posteriores por uma significativa instabilidade política e econômica. Em 1972, o golpe de Estado do presidente Park, permitiu a centralização de poder necessária ao lançamento de um ambicioso plano de industrialização pesada, que reconfiguraria a base produtiva do país. Seu *state led growth* confundiu-se com a necessidade de construção da nação em um ambiente externo marcado pela Guerra Fria (ADB, 1997, Arrighi, 1997).

O Japão reassumiu sua autonomia política, após a ocupação norte-americana, em 1952. Depois de vários conflitos políticos internos, a administração do Primeiro Ministro Ikeda, arbitrou a necessidade de focar os esforços nacionais no desenvolvimento, e não em temas da política internacional.

A Tailândia não precisou lutar por sua independência ou reconstruir-se no pós guerra. Porém, apesar da busca racional de planejamento do crescimento, especialmente da industrialização, a partir de 1960, teve sua trajetória institucional marcada pela instabilidade política. A sucessão de governos civis e golpes de Estado realizado por militares é apontado por Ichimura (1998) como um fator que atrasou seu *catching up* com respeito aos NICs I e Japão.

A República da Indonésia foi fundada em 1945. Em 1965, um golpe de Estado levou ao poder o Presidente Suharto, que permaneceu na liderança do país até a crise econômica de 1997. Seu regime, então denominado de Nova Ordem, restabeleceu a lei e a ordem, com apoio militar. A política econômica passou a ser conduzida por uma

elite tecnocrática, formada nas universidades norte-americanas e que imprimiu um viés desenvolvimentista⁴¹ nas políticas públicas.

Em 1957, a Malásia foi criada como uma federação. Conflitos políticos e étnicos prolongaram-se, de forma mais grave, até 1966. Só então o país passou a deter alguma estabilidade política capaz de alicerçar sua trajetória de crescimento.

Em 1946, as Filipinas surgiram enquanto um país independente. Nas décadas de 1950 e 1960 era um dos países mais ricos da região. A forte instabilidade política e a corrupção do regime do presidente Marco comprometeram o aprofundamento do desenvolvimento. Somente na segunda metade dos anos 1980 é que novas bases institucionais começaram a ser construídas.

Para Ichimura (1998) o desenvolvimento recente dos países asiáticos, com exceção de Hong Kong e, em alguma medida, Cingapura, foi marcado por uma combinação de um totalitarismo político, que impôs a “lei e a ordem” necessárias ao crescimento econômico, e um dirigismo tecnocrático no plano da política econômica, configurando um “modelo asiático”. O crescimento e um padrão mais igualitário de distribuição de renda teriam dado legitimidade social aos regimes políticos. Todavia, aquele elo em comum, admitido por outros trabalhos⁴², não autorizaria o estabelecimento de generalizações sobre a eficiência dos padrões de intervenção, a impessoalidade das políticas e seus impactos – positivos ou negativos – na trajetória de desenvolvimento de cada país.

⁴¹ A maior riqueza relativa em recursos naturais e o tamanho do mercado interno teria acrescentado um viés de maior introversão à trajetória de desenvolvimento da Indonésia, segundo Krueger (2000:53): “Todavia, o crescimento da Indonésia diferenciou-se dos demais ‘tigres’ do leste asiático em numerosos aspectos. O crescimento da indústria foi estimulado, em grande medida, pelo mercado interno, e não foi acompanhado de um rápido crescimento de novas atividades industriais destinadas à exportação; na verdade, as receitas cambiais que sustentaram o crescimento originaram-se, largamente, em *commodities* – as exportações de petróleo representaram, até metade dos anos 1980, quando verificou-se uma queda no preço daquele, mais da metade das receitas cambiais; as exportações de *commodities* agrícolas também foram importantes. A proteção contra as importações manteve-se relativamente alta, e muitos novos projetos (como uma planta automobilística e planos para a fabricação de aviões) eram previstas como empreendimentos substitutivos de importações. Muitos viam os *policy makers* indonésios como esquizofrênicos entre a confiança nos mercados (e, então, presumivelmente, no crescimento das exportações em setores intensivos em grandes *inputs* de mão de obra não qualificada) e a detenção do controle e propriedade governamental de indústrias com o objetivo de desenvolver setores de alta tecnologia e substituidores de importações.”

⁴² Chang (1994), Chowdhury & Islam (1993), Dauvergne (1998), Johnson (1987), Singh (1996b), Wade (1990) e World Bank (1993),

Conforme será visto nos capítulos posteriores desta tese, um argumento recorrente na interpretação da crise dos anos 1990 identifica nas políticas de desenvolvimento a origem de distorções que levaram à ruptura financeira.

2.4 Avanços e Desequilíbrios na Modernização

No último quartel do século XX, a região do Pacífico Asiático caracterizou-se por apresentar uma trajetória de crescimento acelerado e fortalecimento de suas bases produtivas, em um contexto de relativa estabilidade econômica e melhoria nas condições sociais em geral. Esse desempenho impressionante fez desta região o foco das atenções de acadêmicos e instituições multilaterais preocupadas com a questão do desenvolvimento econômico.

O debate em torno da existência de um modelo asiático de desenvolvimento, distinto do modelo anglo-saxônico, vinha norteando as pesquisas sobre o sucesso destes países. Ainda que não se tenha chegado a um consenso em torno dos determinantes do chamado milagre asiático, os trabalhos mais recentes consolidaram uma percepção de que a sua experiência foi marcada por um padrão de intervenção do Estado e de relações entre os agentes privados (indústria, bancos e comércio) e públicos que, se não explicaria seu sucesso, ao menos não poderia ser desconsiderado na análise daquele dinamismo.

Nas décadas de 1980 e 1990 assistiu-se a um aprofundamento das tendências de desenvolvimento na região: (i) uma participação crescente dos países do Pacífico Asiático no comércio internacional e no valor adicionado da indústria mundial (Unido, 1997); (ii) a ampliação das relações econômicas regionais, tanto do ponto de vista do comércio, quanto dos investimentos produtivos e financeiros; (iii) a integração, sob o comando japonês, das suas economias periféricas, como Malásia, Indonésia, Tailândia e Filipinas; (iv) a emergência da China como um importante ator no comércio mundial, disputando os mercados ocidentais com os países em desenvolvimento da região, especialmente em setores intensivos em trabalho.

Por outro lado, no final da década de 1980 e início da de 1990, o Japão iniciou um processo de retração econômica provocado, em grande medida, por problemas de natureza financeira (United Nations, 1996, Torres Filho, 1997).

Este capítulo procurou destacar os aspectos virtuosos desta dinâmica, e sinalizar para alguns dos seus desequilíbrios. Os NICs II, com uma base econômica e institucional relativamente mais frágil, conforme será detalhado no próximo capítulo, despontavam como um elo fraco na região. Não foi à toa que a crise financeira iniciou-se na Tailândia, tendo contaminado, rapidamente a Indonésia, Malásia e Filipinas atingindo, posteriormente, países mais desenvolvidos do PAD, especialmente a Coréia. As generalizações sobre o padrão de desenvolvimento do Pacífico Asiático, bem como da crise dos anos 1990, tendem a esconder as especificidades de cada país.

Procurou-se destacar, nos dois primeiros capítulos desta tese, algumas das suas diferenças mais marcantes, sem, todavia, desconsiderar aqueles elementos comuns capazes de caracterizar a região como um centro dinâmico que apoiou seu crescimento em elementos semelhantes.

CAPÍTULO 3 – A CRISE: ORIGENS E EXPLICAÇÕES

A busca das causas da crise asiática tem gerado uma vasta gama de trabalhos teóricos e empíricos. Este capítulo tem por objetivo sistematizar este conjunto de informações, tendo por eixo organizador o nosso próprio esforço anterior de análise (Cunha, 1998 e 1999). A crise emergiu no bojo de um processo de crescimento acelerado, aprofundamento da integração econômica, em nível regional e global, e, por decorrência, de rápida transformação nas bases institucionais. Em Cunha (1998) enfatizou-se as ligações entre os desequilíbrios daquela dinâmica e a crise. Posteriormente destacou-se a fragilização econômica decorrente da desregulamentação dos mercados financeiros locais, ou mais especificamente, das pressões relacionadas com a ruptura do modelo tradicional de desenvolvimento (Cunha, 1999). Aqui, integra-se estas duas vertentes, explorando-se a deterioração das condições econômicas e institucionais dos países mais fortemente atingidos pela crise¹.

3.1 O Milagre do Pacífico Asiático: A Retomada do Debate²

No final da década de 1980 e início da de 1990, intensificou-se o debate em torno dos determinantes do desenvolvimento econômico. A América Latina havia entrado em um período prolongado de crise. Os críticos da via desenvolvimentista, que enfatizava uma ação ativa do Estado na promoção da industrialização no âmbito de mercados relativamente protegidos, aproveitaram para reafirmar as virtudes de estratégias não intervencionistas e voltadas para os mercados externos. O Pacífico Asiático seria o maior exemplo de como a combinação de uma gestão macroeconômica prudente, da abertura dos mercados e da intervenção limitada do Estado no processo de acumulação, geraria as condições propícias para a aceleração do crescimento.

Nesta perspectiva, percebe-se o mercado como a instituição que garantiria a alocação mais eficiente dos recursos disponíveis. Ao Estado caberia o papel de minimizador das distorções nos preços relativos, ou seja, dos sinais que indicariam o uso eficiente dos recursos. A melhor política seria a que garante a manutenção dos

¹ Economias Asiáticas em Crise (EACs): Coreia, Tailândia, Malásia, Indonésia e Filipinas.

² Para um maior detalhamento do debate em torno do modelo asiático ver Canuto(1994), Cunha(1997), Krugman (1994), Sarel (1997), United Nations (1993, 1994 e 1996) e World Bank (1993), e os capítulos 1 e 2 desta tese.

“preços certos”, aqueles que refletiriam a escassez relativa dos fatores de produção e, portanto, indicariam os parâmetros para os cálculos no emprego mais eficiente daqueles.

Por outro lado, economistas não alinhados à visão do preço correto, procuram destacar que a política, no caso do Pacífico Asiático, agiria no sentido oposto, vale dizer: na construção consciente de sinais “errados” – por não refletirem a escassez relativa corrente dos fatores – que direcionariam a acumulação em um sentido previamente estabelecido. A hierarquização “política” *versus* “mercado”, por mais simplista que possa parecer, é um corte relevante dentro da economia política do desenvolvimento. A busca de consensos em torno da idéia de que ambos seriam complementares e não necessariamente excludentes, não afasta a busca – intencional ou não – de estabelecer graus distintos de importância para o dois.

No âmbito puramente acadêmico, o interesse renovado pelo crescimento econômico, a partir da segunda metade dos anos 1980, levou a uma grande quantidade de trabalhos que procuravam identificar as causas do rápido crescimento de algumas economias, em especial as do Pacífico Asiático³. Em grande medida, estes trabalhos acabavam neutralizando a dicotomia política – mercado, ao proporem que o determinante último do crescimento seria o processo de acumulação acelerada de capital físico e humano. A polêmica deixa de localizar-se no campo da economia política do desenvolvimento, e passa para a busca de cálculos mais precisos sobre a produtividade total dos fatores⁴.

A crise financeira deslocou novamente o debate. O “modelo asiático”, em que pese suas possíveis virtudes passadas, estaria estruturalmente associado a um conjunto de distorções geradas no plano da política: a existência de um “capitalismo de compadres”, onde o crédito é manipulado, onde existem garantias implícitas de que ninguém iria “quebrar” e, portanto, onde os sinais de preço seriam distorcidos criando estímulos artificiais para as decisões de investimento e subestimação dos riscos. Esta é a síntese das explicações convencionais que surgiram no imediato pós crise (Goldstein 1998, Greenspan 1997, Fischer 1998, Krugman 1998). Neste sentido, Furman & Stiglitz (1999) mostram que os sinais “positivos” da interpretação convencional sobre o

³ Sobre esse ponto específico ver Sarel (1997) e IMF (1998c, cap. III).

⁴ Por exemplo, Young (1994) e Sarel (1997). Um síntese mais ampla em IMF (1998 c). Ver, também, os capítulos 1 e 2 desta tese.

milagre asiático tornaram-se “negativos” com a crise. Ou, a crise tornou-se uma fonte da afirmação ideológica de um certo padrão de desenvolvimento tido como ideal⁵.

3.2 A Crise

Vários recortes podem ser feitos na busca do detalhamento dos fatos estilizados associados à crise. Cunha (1999) procurou separar os fatores apontados como conjunturais, que teriam propiciado sua eclosão, dos fatores estruturais, inerentes ao modelo ou estratégia asiática de desenvolvimento. Reconhecia-se a arbitrariedade daquela divisão, na medida em que elementos de natureza conjuntural e estrutural entrelaçaram-se, potencializando a crise. Aqui, optou-se por mostrar como as EACs, a partir de situações específicas e gerais, foram acumulando um conjunto de fragilidades econômicas e institucionais. Porém, antes disso, torna-se útil resgatar os elementos apontados como determinantes conjunturais e estruturais da crise.

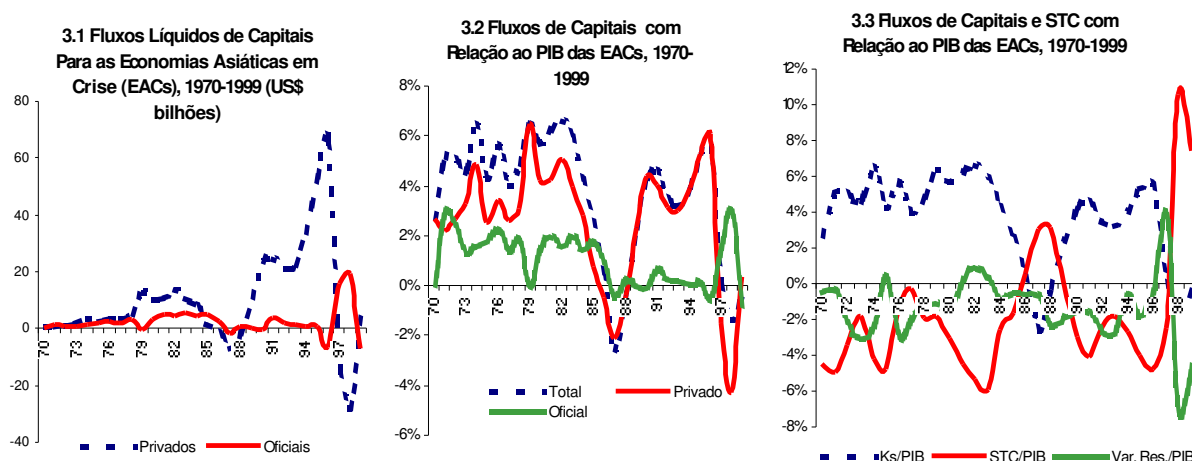
3.2.1 Fatores Conjunturais *versus* Fatores Estruturais

Do ponto de vista conjuntural, assistiu-se a uma grande ampliação na entrada de capitais, na forma de investimento direto externo (IDE), investimento em portfólio e empréstimos de instituições financeiras – entre 1994 e 1996, os países asiáticos mais atingidos pela crise (Malásia, Indonésia, Tailândia, Filipinas e Coréia) receberam, em média, 1/4 do total dos capitais que se direcionaram para os mercados emergentes⁶. Posteriormente, verificou-se uma sensível contração nos fluxos de capitais, da ordem de US\$ 83 bilhões para aqueles cinco países (gráfico 3.1), eqüivalendo a quase 8% do

⁵ “Destacadamente, muitas das questões identificadas como chaves no sucesso do Leste Asiático têm sido nomeadas como causas centrais de suas falhas. Mesmo a mera mudança semântica de ‘coordenação governo - setor privado’ para ‘capitalismo clientelista’ alterou a forma das pessoas verem o Leste Asiático. (...) Alguns dos contrastes entre as interpretações positivas e negativas origina-se no fato de que elas referem-se à países diferentes dentro da região: Taiwan tem uma concorrência mais vigorosa que a Coréia, e Hong Kong é muito mais aberta que a Tailândia. E algumas críticas surgem da ideologia: muitos daqueles que geralmente suspeitam do papel do governo têm sido rápidos em acusar a intromissão governamental pela crise, embora tenham sido, anteriormente, relutantes em dar créditos aos governos pelo sucesso das três décadas anteriores.” (Furman & Stiglitz, 1999:12).

⁶ Cálculos do autor a partir da base de dados do FMI (World Economic Outlook Database), disponível na *homepage* do Fundo – www.imf.org. Nos anos 1970, os países abrigados com o rótulo de mercados emergentes receberam, em média, US\$ 33,4 bilhões por ano em capitais privados e oficiais. Este valor elevou-se para US\$ 43,6 bilhões/ano na década de 1980, e US\$156,6 bilhões/ano, nos anos 1990. Para aqueles 5 países asiáticos essas cifras foram, respectivamente, de US\$ 7,2 bilhões, US\$ 8,9 bilhões e 23,7 bilhões. Houve, neste período, uma mudança na composição dos fluxos de capitais, na medida em que na década de 1990, mais de 80% daqueles eram de fontes privadas (investimento direto, portfólio, empréstimos bancários, etc.), contra 35%, em média, nos anos 1980, e 58% na média do anos 1970. Quando se verifica a composição dos capitais privados, nota-se que havia um predomínio de formas sindicalizadas de créditos bancários. Nos anos 1980 e 1990, os investimentos direto e de portfólio passam ser mais importantes.

seu PIB conjunto antes da crise ou, ainda, a uma perda de reservas cambiais de 4% do seu PIB (gráfico 3.3). Aquela entrada esteve associada à ampliação de posições passivas por parte dos agentes econômicos domésticos que, assim, puderam alavancar seus investimentos (tabelas 3.1 e 3.2).



Fonte: IMF, World Economic Outlook Database. Cálculos e elaboração do autor.

Os gráficos acima permitem colocar em perspectiva algumas questões centrais do debate em torno da crise asiática. Nitidamente, a década de 1990 foi marcada por um incremento sem precedentes da entrada de capitais em termos de seus valores absolutos. Por outro lado, quando aqueles valores são comparados com a renda conjunta dos países mais atingidos pela crise, verifica-se um retorno ao patamar de participação dos capitais externos a suas economias (gráfico 3.2).

É interessante notar que a crise da dívida dos anos 1980 também causou uma contração absoluta e relativa nos fluxos de capitais, forçando aqueles mesmos países a um forte ajuste externo, expresso no acúmulo de superávits em conta corrente na segunda metade da década⁷ (gráfico 3.3). Com a aceleração do crescimento regional, em um contexto de maior abertura comercial e financeira, estes países voltaram a conviver com elevados déficits em transações correntes, que eram financiados pela forte entrada de capitais, a qual possibilitava, em simultâneo, o acúmulo de reservas. Todavia, aquela crise não teve um efeito tão disruptivo sobre o tecido produtivo, institucional e social, como a dos anos 1990. Por isso é que alguns autores apontam

⁷ Padrão que vem se repetindo no ajuste pós crise, como será visto no capítulo 5 desta tese.

que a grande diferença entre esses dois momentos está na ruptura, ao longo dos anos 1990, dos mecanismos de política econômica que sustentaram o *state led growth*⁸.

⁸ Ver Wade & Veneroso (1998), Chang, Park & Yoo (1998), Akyüz (1998), Dysmki (1998), Belluzzo (1998), Islam (1998), Lim (1998), United Nations (1998, 1999 e 2000).

3.1 Economias Asiáticas em Crise - Indicadores Básicos

	Indonésia					Coréia					Malásia				
	1991-95	1996	1997	1998	1999	1991-95	1996	1997	1998	1999	1991-95	1996	1997	1998	1999
Atividade e Preços															
Crescimento (%)	7,8	7,8	4,7	-13,0	0,3	7,5	7,1	5,0	-6,7	10,7	8,7	8,6	7,5	-7,6	5,6
Inflação (%)	8,9	8,0	6,1	58,5	20,5	6,2	4,9	4,4	7,5	0,8	4,3	3,5	2,7	5,3	2,8
Desemprego (%)	nd	4,7	4,8	18,4	19,1	2,4	2,0	2,4	6,8	6,3	3,3	2,5	2,4	3,2	3,0
Comércio Exterior															
Exportações (crescimento real -%)	10,0	5,5	10,2	31,1	-5,6p	13,1	11,4	21,1	13,8	14,3p	15,7	15,4	17,2	-14,3	12,2p
Importações (crescimento real - %)	15,5	7,8	17,2	-25,4	-15,4p	14,8	14,1	4,0	-22,4	30,5p	19,3	16,7	13,5	-14,3	8,9p
Termos de Intercâmbio (var.anual - %)	6,6	-4,0	13,3	-35,5	-10,8p	-1,9	-5,4	-6,0	-3,6	0,0p	6,1	2,5	-1,4	24,4	0,1p
Taxa de Câmbio															
Taxa Real e Efetiva de Câmbio	-3,3	-5,5	40,4	-5,8	-4,1	-1,8	1,7	35,7	-22,2	-0,3p	-7,6	-4,4	23,3	0,6	-7,6p
variação anual, (-) = apreciação															
Balanco de Pagamentos															
Balança Comercial (% do PIB)															
Saldo em Conta Corrente (% do PIB)	-2,3	-3,4	-2,2	4,1	4,0	-1,3	-4,8	-1,7	12,6	6,1	-6,6	-4,6	-5,5	12,9	15,9
Entrada Liq. de Capital Priv.(% do PIB)	3,5	6,3	1,4	-3,1	nd	2,8	5,1	-3,1	nd	nd	12,1	7,5	1,3	-6,3	nd
IDE (% PIB)	1,4	2,5	1,4	-0,4	nd	-0,3	-0,4	-0,3	0,2	1,3	5,9	2,1	4,5	1,2	nd
Entrada Líquida de Capitais Oficiais	0,6	-4,9	4,3	2,6	nd	-0,2	-0,1	2,5	nd	nd	0,0	-0,1	-0,2	-0,3	nd
Dívida e Reservas															
Dívida de Curto Prazo/Dívida Total (%)	19,5	25,0	25,8	15,7	12,9	45,8	49,9	40,0	20,6	27,9	19,7	27,9	30,5	19,7	14,2
Dívida de Curto Prazo/Reservas (%)	161,0	176,6	211,6	104,4	72,0	222,5	340,2	710,1	63,5	51,4	23,7	41,0	66,5	32,7	19,4
Dívida Externa (% PIB)	56,7	57,7	64,0	150,6	103,3	6,1	33,1	33,4	46,4	33,4	39,5	39,0	46,6	59,2	53,5
Reservas em meses de Imp. B&S	3,2	3,5	3,0	5,3	6,4	2,3	2,3	0,7	4,4	4,9	4,2	3,4	3,2	5,3	5,7
Finanças Públicas															
Balanco do Governo (% do PIB)	0,0	1,2	-1,1	-2,2	-3,3	-0,3	0,1	-1,7	-4,4	-3,5	-0,4	0,7	2,4	-1,8	-3,2
Dívida Pública (% do PIB)	36,2	24,3	24,2	66,5	52,9	8,3	6,2	11,1	16,1	18,5	59,0	35,3	31,9	36,2	37,3
	Filipinas					Tailândia									
	1991-95	1996	1997	1998	1999	1991-95	1996	1997	1998	1999					
Atividade e Preços															
Crescimento (%)	2,2	5,9	5,2	-0,5	3,2	8,6	5,5	-1,3	-9,4	4,0					
Inflação (%)	10,5	8,4	5,1		6,6	4,8	5,8	5,6	8,1	0,3					
Desemprego (%)	8,7	7,4	8,7	10,1	9,7	1,6	1,1	1,9	4,0	3,5					
Comércio Exterior															
Exportações (crescimento real -%)	8,2	16,7	13,5	-14,3	8,9p	14,2	-1,8	6,6	5,1	5p					
Importações (crescimento real - %)	9,9	2,5	-1,4	24,4	0,1p	15,4	-0,9	-10,0	-26,8	11,4p					
Termos de Intercâmbio (var.anual - %)	-13,2	15,4	17,2	-14,3	12,2p	3,9	1,1	-1,9	-5,5	-2,4p					
Taxa de Câmbio															
Taxa Real e Efetiva de Câmbio	-36,9	-5,9	17,3	1,1	-3,1	-4,2	-5,2	33,0	-23,2	-12,3					
variação anual, (-) = apreciação															
Balanco de Pagamentos															
Balança Comercial (% do PIB)															
Saldo em Conta Corrente (% do PIB)	-3,4	-4,8	-4,3	1,3	7,2	-6,4	-8,1	-2,0	12,7	9,0					
Entrada Liq.de Capital Priv.(% do PIB)	3,3	9,4	0,8	0,7	nd	9,5	5,6	-8,8	-14,5	nd					
IDE (% PIB)	1,6	1,6	1,4	2,4	nd	1,1	0,9	2,2	6,2	nd					
Entrada Líquida de Capitais Oficiais	1,9	0,2	0,8	0,4	nd	0,3	3,5	3,1	4,3	nd					
Dívida e Reservas															
Dívida de Curto Prazo/Dívida Total (%)	14,7	19,9	18,4	19,7	10,9	41,0	41,5	36,7	27,3	nd					
Dívida de Curto Prazo/Reservas (%)	99,1	79,5	96,6	85,0	38,0	88,7	99,7	126,9	79,7	nd					
Dívida Externa (% PIB)	58,8	50,0	56,6	70,7	68,2	42,4	48,9	60,8	76,8	nd					
Reservas em meses de Imp.B & S	3,1	3,2	1,9	3,0	3,8	5,1	5,1	4,7	7,3	8,7					
Finanças Públicas															
Balanco do Governo (% do PIB)	-1,9	0,3	0,1	-1,9	-3,7	nd	1,9	-0,9	-2,4	-3,0					
Dívida Pública (% do PIB)	57,4	53,2	55,8	53,1	57,6	8,6	3,6	6,3	14,5	21,1					

Fonte: World Development Indicators, 1999; World Bank (2000d), Berg (1999), IMF (2000f), ADB (2000d). Arranjos do Autor.

3.2 Indicadores de Vulnerabilidade das EACs

	<i>Indonésia</i>	<i>Coréia</i>	<i>Malásia</i>	<i>Filipinas</i>	<i>Tailândia</i>
Globais					
Dívida Interna/PIB (média 1992-1996)	50	59	82	31	87
Expansão do Crédito Doméstico (1992-1996)	12	15	38	138	37
ICOR					
1987-1992	4	4	4	6	3
1993-1996	4	5	5	6	5
Externos					
Dívida de Curto Prazo/Reservas	188,9	217	45,3	849,3	121,5
M2/Reservas	614,8	665,4	364,8	465,6	380,5
Sobrevalorização da Taxa Real de Câmbio (1996/1997)					
Chinn (1998)	-5,5	-9,1	7,9	19,1	7
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	19,2	9
Exportações (taxa de crescimento em US\$)	9,1	-2,8	0,9	15,9	-4,5
Sistema Bancário					
Empréstimos em Atraso e Liquidação					
Estimativas para o período do imediato pré crise					
Oficiais (1996)	8,8	0,8	3,9	nd	7,7
Alternativas	12,9	8,4	9,9	14	13,3
Pico de Empréstimos em Atraso e Liquidação em 1998					
Estimativa da J.P. Morgan	30-35	25-30	15-25	8-10	25-30
Estimativa da S&P	>40	25-30	20	nd	35-40
Custos de Recapitalização (% PIB)					
Estimativa da J.P. Morgan	19	30	20	0	30
Estimativa da S&P	> 20	> 20	18	nd	34
Custos Fiscais da Recapitalização					
Cenário otimista	5,9	7,2	10,6	0,9	8
Cenário básico	11,6	15,7	18,1	0,9	15,1
Cenário pessimista	16,8	31,7	31,4	2,8	30
Corporações					
Relação Capital de Terceiros/Capital Próprio					
1991	190	480	90	160	170
1996	200	640	200	170	340
1991*	194	322	61	83	201
1996*	188	355	118	129	236
Lucratividade (retorno sobre os ativos)					
1991	6,3	2	4,8	7	8
1996	4,7	0,4	6	4,7	1
1991*	13,7	7,2	9,9	23,2	16,9
1996*	11,2	-1	9,5	16,5	11,5
1988-1996* (média)	13	9,2	9,2	17,2	14,7

Fonte: Berg (1999). [*] Cleassens et. al (1998). Arranjos do Autor.

As análises que se seguiram à crise destacavam que os regimes cambiais rígidos, com as moedas nacionais atreladas ao dólar e a valorização da moeda 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 instituições financeiras ao risco cambial. Por outro lado, as rendas de exportação ficaram comprometidas, não só pela valorização 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 (IMF, 1998a, 1998b, tabelas 3.1 e 3.2).

Além disso, haveria indícios de excesso de investimento, tanto em setores da indústria – química, eletrônica, automobilística, etc. – quanto nos mercados de ativos reais (imóveis) e de capitais, associados a uma queda generalizada de rentabilidade⁹. Da mesma forma, a fragilização das contas externas, manifestas em elevados déficits em conta corrente com relação ao PIB, contribuiu não somente para aprofundar a dependência dos influxos de capitais (gráfico 3.2 e tabela 3.1), como também alimentou o efeito contágio. Ou seja: do ponto de vista dos investidores internacionais, os mercados emergentes que compartilhavam deste conjunto de fragilidades, ainda que em níveis diferenciados, passaram a ser percebidos como igualmente arriscados. Além disso, alguns autores apontavam que os desequilíbrios comerciais dos países da região com o Japão teriam poder explicativo na crise¹⁰.

Como elementos estruturais, apontou-se uma incompatibilidade entre o padrão de regulação dos sistemas financeiros e a crescente internacionalização dos mercados de capitais locais, especialmente após os movimentos de liberalização dos anos 1990. Gerenciamento inadequado, fracos mecanismos de controle dos riscos, supervisão insuficiente de instituições financeiras e não financeiras, falta de transparência e precisão nas informações contábeis, regras de adequação de capitais pouco rígidas (permitindo a tomada de posições fortemente alavancadas), entre outros, formariam um quadro de distorção nos sinais de mercado.

⁹ Do ponto de vista micro e da eficiência global dos investimentos, medido pela ICOR (*incremental capital-output ratio*), que relaciona o nível agregado de investimentos com relação ao PIB e o 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 (tabela 3.2, Pomerlano, 1998 e World Bank, 1998b, 2000b).

¹⁰ Por exemplo Corsseti et al. (1998), Miranda (1998) e Dysmki (1998).

Em decorrência, ter-se-iam gerado cálculos equivocados de rentabilidade e risco por parte dos emprestadores (normalmente instituições financeiras internacionais ou nacionais com *funding* externo) e tomadores (agentes locais) de recursos. Mais grave ainda seria a presença de uma variável distorcedora na função objetiva de cálculo dos agentes¹¹: a percepção de que haveria uma garantia implícita, por parte dos governos, das suas posições passivas. Isto seria o resultado de um padrão histórico de relação entre os setores público e privado, marcado pelo favorecimento de empresas ou setores, concessão de créditos subsidiados e auxílios às instituições financeiras e não financeiras¹², etc..

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

¹¹ Corssetti et al. (1998) formalizaram a relação *moral hazard versus* decisões de investimento.

¹² O FMI identificou uma série de episódios de *stress* e crise nos sistemas bancários dos países asiáticos, nos quais o governo teria agido no sentido de evitar uma ruptura sistêmica. Entre 1982 e 1986, 16 instituições financeiras (bancos, instituições de depósito, etc.) faliram ou foram forçadas a fundirem-se em Hong Kong. As Autoridades Monetárias modificaram os sistemas de regulação e auditoria, mas, também, agiram discricionariamente, forçando a mudança de algumas instituições e provendo crédito para outras. Na Indonésia, entre 1992 e 1996, houve a falência de um grande banco privado, que provocou uma corrida bancária sobre instituições menores. A inadimplência chegou a 25%. O governo teve de recapitalizar cinco bancos estatais – com a injeção de recursos na ordem de 2% do PIB – e liquidar um banco. Em meados dos anos 1980, a inadimplência chegou ao pico de 7% na Coreia. Entre 1985 e 1988, a inadimplência chegou a 30% na Malásia. Várias instituições financeiras faliram, e o governo teve de intervir em 3 bancos, 4 financeiras, 14 companhias de seguro e 24 de depósito. As perdas chegaram a 5% do PIB. Por outro lado, forçou-se que os acionistas injetassem capital novo nas instituições auxiliadas – que receberam empréstimos com taxas subsidiadas –, criou-se um mercado de hipotecas para dar liquidez ao sistema financeiro, e aprimorou-se os mecanismos de regulação. Nas Filipinas, entre 1981 e 1987, 163 instituições faliram, a inadimplência chegou a 20% e o governo teve de dar um aporte de liquidez na ordem de 3% do PIB. Muitas instituições foram fechadas ou vendidas, mas os depósitos com problemas (5% do total) foram honrados. O governo estatizou bancos e criou uma agência especial para administrar, recuperar e vender os empréstimos problemáticos. Em 1982, a inadimplência chegou a 1% do PIB em Cingapura, levando o governo a conceder isenções tributárias por dois anos para recuperar as instituições fragilizadas. Em Taiwan, 4 *trust companies* e 11 cooperativas faliram entre 1982 e 1983, e, em 1995, uma cooperativa de crédito quebrou, instabilizando este mercado. As instituições saudáveis compraram as com problemas. Entre 1983 e 1987, corridas bancárias levaram 20 financeiras à falência na Tailândia. Cerca de ¼ dos ativos tinham problemas de realização. O governo teve de socorrer mais de 50 financeiras e bancos – 25 foram fechadas, 9 fundidas ou incorporadas, e 20 receberam subsídios. Gastou-se 1% do PIB nas operações de socorro (IMF, 1998c:parte II, p.23). É importante destacar que, a partir da crise de 1929, as Autoridades Monetárias de países desenvolvidos e em desenvolvimento têm atuado, através de suas redes de proteção, no sentido de evitar que crises localizadas transformem-se em crises sistêmicas (Canuto & Lima, 1999, Chang et. al., 1998, IMF, 1998b e 1999d). Estes episódios, portanto, não caracterizam uma especificidade asiática, como muitos autores sugerem, conforme destacado nos capítulos 3 e 4 desta tese.

investidores internacionais, com maior ênfase ainda, aos países asiáticos (IMF 1998a, 1998b e 1998c, Corsetti et. all, 1998).

Em síntese, como aponta Berg (1999), os determinantes conjunturais e estruturais - nos termos de Cunha (1999) - aparecem em dois tipos de interpretações sobre a crise asiática. Um primeiro grupo de explicações buscaria suas origens em “deficiências nos fundamentos”, derivados 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 1998 c), Corsetti et. al. (1998), entre 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 ,1998). Os problemas de liquidez corrente, expressos na elevação do coeficiente entre dívida de curto prazo e reservas, estimulariam os credores a realizar suas posições com medo de um futuro inadimplemento, o que tornou a crise uma profecia auto-realizável. Por esta linha de argumentação, 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.

A seguir, os pontos aqui tratados serão detalhados, enfatizando-se como sua interação engendrou um processo de crescente fragilização econômica. Porém, desde logo é importante destacar-se que nem todos os países mais fortemente atingidos pela crise apresentavam um mesmo grau de vulnerabilidade.

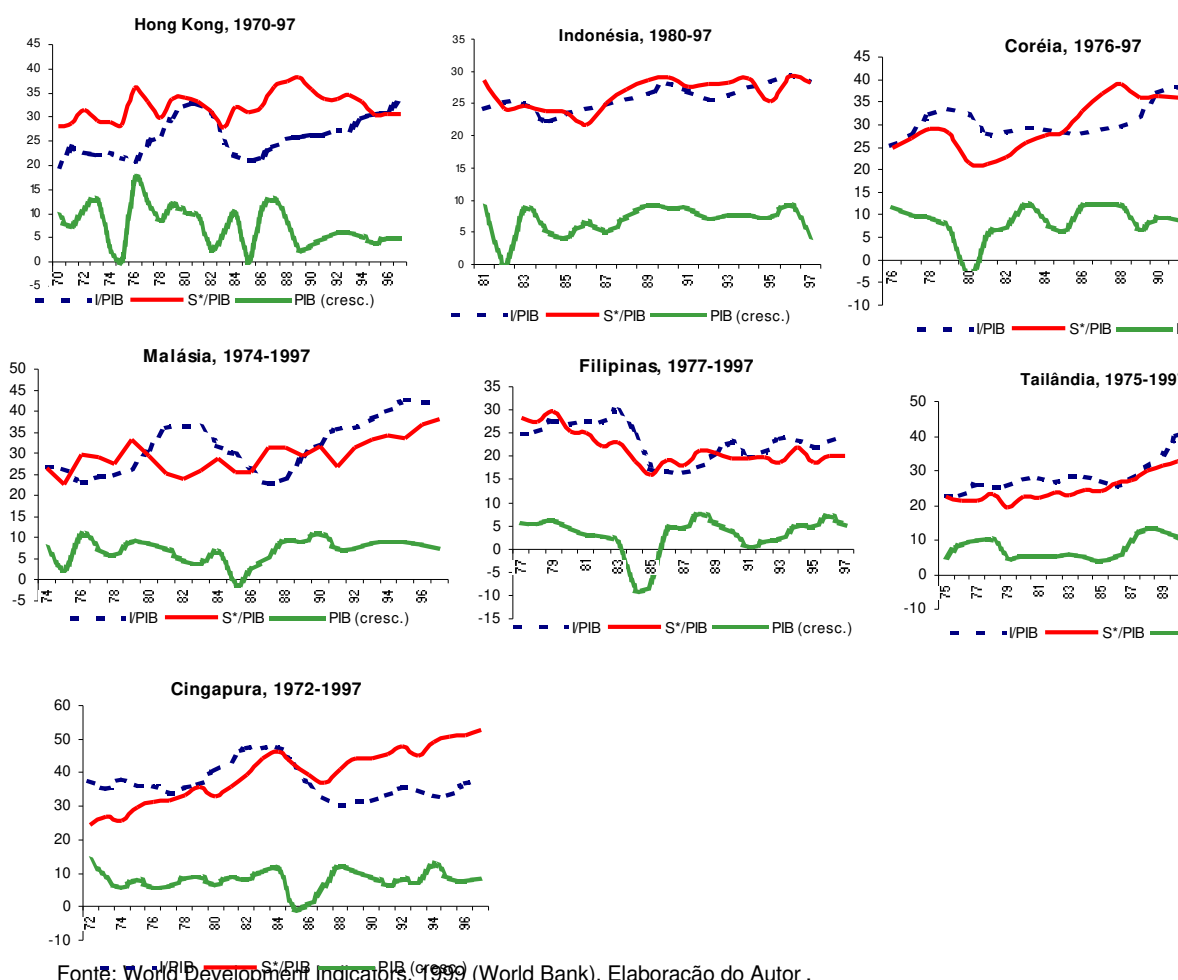
3.2.2 Fragilidades Macroeconômicas

Existe um certo consenso de que, se a região do Pacífico Asiático, especialmente os países que posteriormente foram mais atingidos pela crise, fosse observada com atenção no final de 1996, pouco se notaria em termos de graves distúrbios macroeconômicos. O crescimento acelerado, convivia com um relativo equilíbrio das contas públicas, ausência de pressões inflacionárias significativas e níveis

elevados de emprego (tabela 3.1). De preocupante somente o fato de que a década de 1990 representara uma retomada dos déficits estruturais em conta corrente, depois de um interregno de superávits na segunda metade dos anos 1980, derivado do *drive* exportador que alimentou o crescimento da região (gráfico 3.3 e tabela 3.1).

Por outro lado, o *boom* de entrada de capitais foi capaz de sustentar aqueles déficits. É importante notar que, ao contrário de outros países em desenvolvimento, especialmente os latino-americanos, esta poupança externa esteve associada a um forte crescimento dos investimentos (IMF, 1998a, 1998b, UNCTAD, 1999 e 2000). Com exceção das Filipinas, os demais países apresentavam níveis elevados de poupança e investimento (gráfico 3.4).

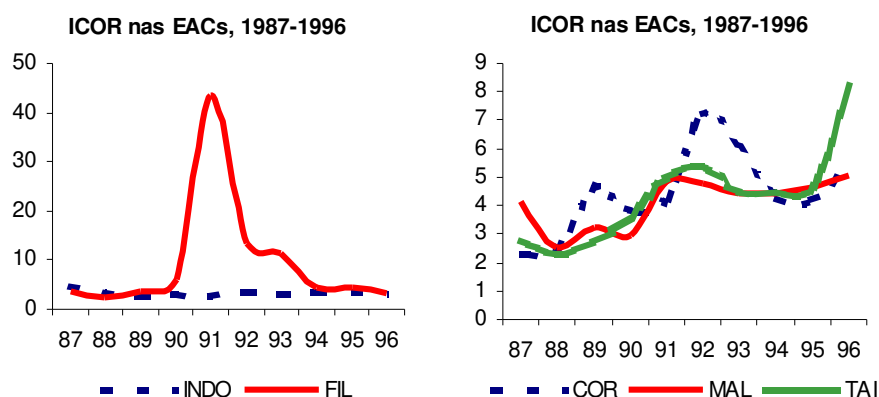
3.4 Poupança, Investimento e Crescimento em Países Selecionados do Pacífico Asiático (%)



A sustentabilidade deste ciclo de crescimento com endividamento externo não era, *a priori*, questionada pelos analistas internacionais ou pelas agências de *rating*, em que pese o fato de que a década de 1990 vinha se caracterizado como um período de aceleração dos investimentos para muito além da capacidade de poupança - por mais elevada que esta fosse (gráfico 3.4)¹³. *Ex-post*, constatou-se que a eficiência global destes investimentos estaria comprometida tanto do ponto de vista macroeconômico – pelo aumento da ICOR, a partir de 1994, na Coreia, Malásia e Tailândia -, quanto microeconômico (gráfico 3.5 e tabela 3.2). Além disso, a retração no ritmo de crescimento das exportações, especialmente da Coreia e Tailândia (tabela 3.1) sinalizava para a possibilidade da ocorrência de problemas de liquidez corrente no *front* externo.

Três fatores costumam ser apontados como determinantes daquela queda: (i) o declínio do preço internacional dos produtos eletrônicos¹⁴, importantes na pauta de exportação da região; (ii) a crescente competição com os países de mão de obra barata, como China, Vietnã e México (Berg, 1999); (iii) e a perda de competitividade em preços, devido ao atrelamento das moedas locais com o dólar, que, entre 1996 e 1997, estava valorizado ante o iene.

3.5 Eficiência Global dos Investimentos nas EACs, 1987-1996



Fonte: World Development Indicators, 1999 (World Bank). Elaboração do Autor.

¹³ Entre 1991 e 1996, a média do investimento agregado e poupança, ambos com relação ao PIB, foi de, respectivamente, 40% e 34% para Tailândia, 39% e 33% para a Malásia, 37% e 35% para a Coreia, 22% e 19% para Filipinas. Somente a Indonésia teve, na média deste período, mais poupança do que investimento, 28% contra 27% - cálculos do autor com dados do World Development Indicators, 1999.

¹⁴ O preço do *chip* DRAM de 16 megabytes caiu de US\$ 54 em 1995, para US\$ 13, em 1996, e US\$ 3, em 1997. Com isso, as vendas mundiais de semi-condutores passaram de US\$ 144 bilhões em 1995 para US\$ 126 bilhões em 1998 (World Bank, 2000b:49).

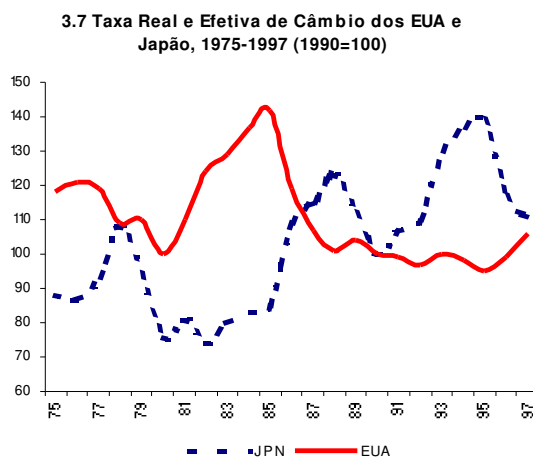
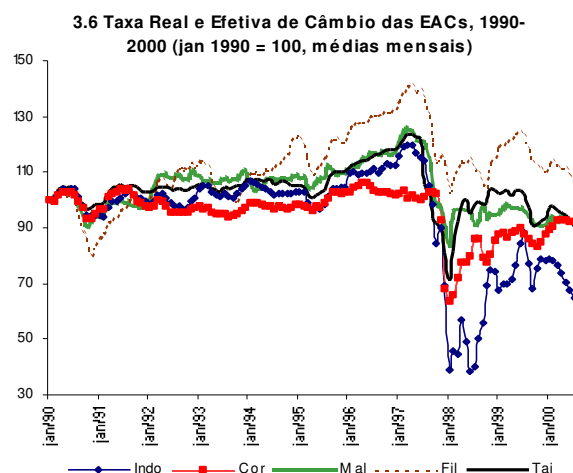
A renda de exportação medida em dólares cresceu, em média, 17% ao ano na região do PAD, entre 1991 e 1995¹⁵. Já entre 1996 e 1998, este crescimento foi de apenas 2% ao ano. Isto se deu pela queda nos preços em dólar - 5% ao ano, neste segundo período -, contra um aumento anual de 3% na primeira metade da década. Olhando para os países isoladamente, verifica-se que a Tailândia teve o maior comprometimento de suas receitas de exportação, com uma queda anual média de 2%, entre 1996 e 1998. Já os demais países tiveram um leve crescimento: a Malásia com 0,6%, contra uma média de 20% entre 1991 e 1995, a Coreia de 2,2% contra 15%, a Indonésia com 2,9% e 12,3%, e Filipinas com 3% e 17,4%. Outros países da região, que não foram tão abalados pela crise, tiveram uma perda da renda de exportações muito maior do que aqueles cinco. Cingapura teve uma queda anual média de 4,1% entre 1996 e 1998; Taiwan, um crescimento de 0,3%; e Hong Kong, de 0,2%. Somente a China, mesmo sem desvalorizar sua moeda, manteve um crescimento de 12,4% no período da crise (World Bank 2000b:46-48).

Para o Banco Mundial (World Bank, 2000b:45-50) este comportamento das exportações não seria um fenômeno inédito. No início dos anos 1980, o valor das exportações teria tido um declínio de 6% - um forte impacto diante do crescimento médio anual de 30% verificado entre 1971 e 80. Tanto naquele momento, quanto na crise dos anos 1990, este desempenho negativo esteve fortemente correlacionado com a valorização do dólar. Para o período 1970-1998 o Banco Mundial encontrou um coeficiente de correlação de 0,9 entre os movimentos anuais dos preços em dólares das exportações mundiais e do PAD, além de uma forte correlação negativa entre os preços de exportação e a taxa de câmbio real e efetiva do dólar. A partir da segunda metade de 1995 o dólar começou a subir, continuamente, até meados de 1999. Parte deste movimento pode ser visto nos gráficos 3.6 e 3.7, que também registram o movimento oposto do iene, e a evolução das taxas de câmbio reais e efetivas de economias selecionadas do PAD. Assim, com regimes cambiais atrelados ao dólar, as moedas asiáticas acompanharam a moeda americana em sua apreciação.

Por outro lado, a grande diferença entre o início dos anos 1980 e a crise dos anos 1990, está no crescimento do comércio intra-regional. O mercado regional passou

¹⁵ Isto representou uma recuperação com relação ao valor médio de crescimento das rendas de exportação em dólares da década de 1980, que ficou em 11,4%, ainda que tenha ficado longe dos 27% ao ano da década de 1970 (World Bank, 2000b:46)

de algo em torno de 20% da absorção do total das exportações do PAD, no início do anos 1980, para quase 40%, na segunda metade dos anos 1990. Para o Banco Mundial, a crise teve um forte impacto recessivo no desempenho exportador dos países asiáticos. Situação agrava pela prolongada crise japonesa, associada à desvalorização do iene frente ao dólar a partir de 1995¹⁶.



A questão cambial tem sido objeto de investigações empíricas sistemáticas, no sentido de se verificar se houve ou não um significativo desvio na trajetória de longo prazo das moedas locais, capaz de explicar uma perda estrutural de competitividade para as exportações. Conforme já foi apontado, com regimes cambiais caracterizados pelo atrelamento das moedas locais ao dólar, os países asiáticos tenderam a acompanhar o movimento de valorização do moeda norte americana, a partir de 1995. Verificou-se uma tendência generalizada de apreciação da taxa de câmbio real e efetiva, que, em 1996, atingiu mais fortemente à Tailândia e Filipinas (gráfico 3.6 e tabela 3.1).

A apreciação cambial, estimada a partir de alguma medida de desvio da taxa de câmbio com relação a uma tendência de longo prazo qualquer, tem sido apontada como uma importante regularidade empírica, tornando este um indicador relevante na

¹⁶ Para Frankel & Roubini (2000) a apreciação do iene frente ao dólar, entre 1995 e 1997 gerou benefícios a quem tinha mais dívidas do que receitas em iene (Tailândia), prejudicando os que estavam no lado oposto.

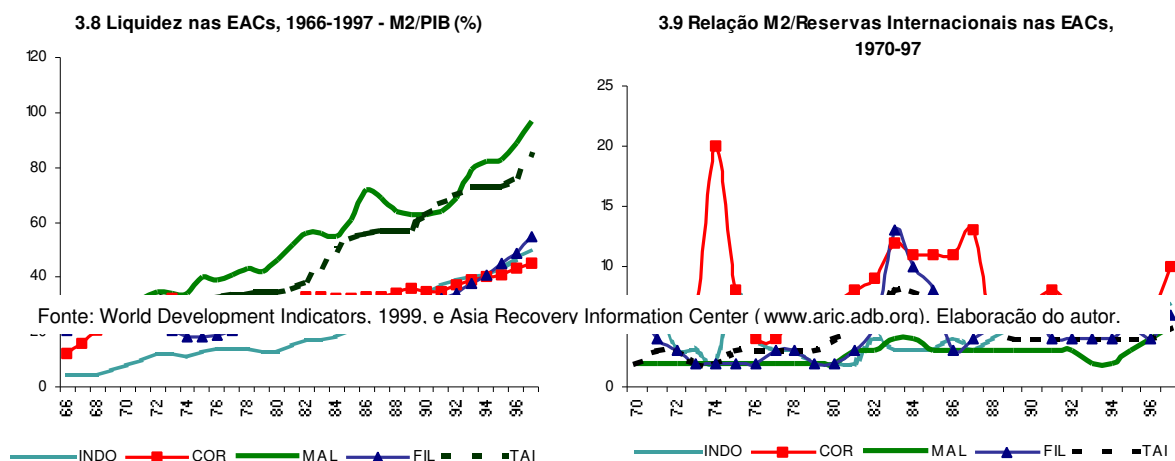
antecipação de crises financeiras (Kaminsky et. al., 1998, IMF, 2000e)¹⁷. A tabela 3.2 trás os estudos sistematizados por Berg (1999), e que apontam para a ausência de elevados desvios das taxas de câmbio dos países mais atingidos pela crise com relação a alguma medida de tendência de longo prazo. Porém, assim como evidenciado pela estatística descritiva da taxa de câmbio real e efetiva mostrada no gráfico 3.6, verificou-se a existência de alguma valorização na vésperas da crise – com menor força para o caso coreano.

O *boom* de capitais nos anos 1990 ocorreu em meio a um processo acelerado de liberalização financeira - cujos detalhes serão vistos no item 3.2.4. – que alimentou a vigorosa expansão de investimentos destacada anteriormente. Porém, a maior parte da intermediação financeira se deu com instituições pouco capitalizadas e inadequadamente reguladas. Houve uma forte elevação da liquidez, que permitiu a ampliação do grau de endividamento das corporações (tabela 3.2). Conforme pode ser visto no gráfico 3.8, todas as EACs passaram por um aumento substancial da relação entre os ativos monetário de maior liquidez e a renda, especialmente a Malásia e a Tailândia. Em uma perspectiva mais longa, percebe-se que nas EACs a relação M2/PIB mais do que dobrou entre meados da década de 1980 e o período do imediato pré crise. Com isso, entre 1995 e 1996, a relação entre os ativos líquidos e as reservas internacionais tendeu a aumentar sensivelmente, especialmente na Coreia, reproduzindo o padrão verificado no início dos anos 1980, quando da crise da dívida externa (gráfico 3.9).

Do ponto de vista agregado, os indicadores de endividamento – interno e externo – e de liquidez sinalizavam para uma perigosa deterioração das condições macroeconômicas (tabela 3.1). Na média do período 1991-1995 e em 1996, a dívida externa chegava a mais de 50% do PIB na Indonésia e Filipinas, estando entre 30% e 50% nos demais países. A redução no perfil de vencimento destas dívidas era evidente. Na Indonésia, a participação das dívidas de curto prazo no total do endividamento externo, passou de 19,5%, em média, entre 1991 e 1995, para 25% em 1996. Na

¹⁷ Porém, existe um relativo consenso de que os movimentos da taxa real de câmbio com relação a alguma tendência de longo prazo são medidas imperfeitas. Isto porque, quando ocorrem mudanças estruturais nos fundamentos de uma economia, a referência passada, do ponto no tempo a partir do qual se busca mensurar a evolução do câmbio, perde sentido. Assim, normalmente, a idéia de equilíbrio da taxa de câmbio estaria associada à capacidade desta gerar equilíbrio interno (crescimento e preços) e externo (balanço de pagamentos), ao longo do tempo (Berg, 2000:6).

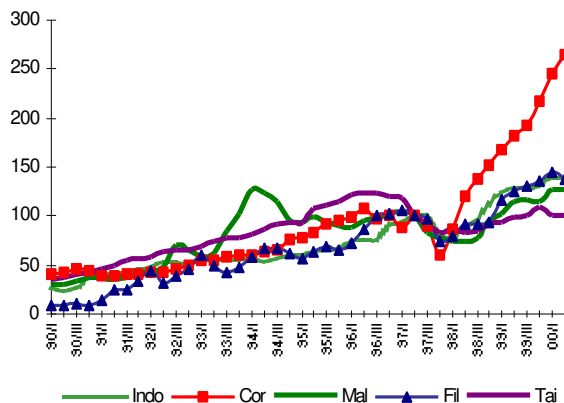
Malásia, esse salto foi de 20% para 30%; nas Filipinas de 14% para 20%; na Tailândia de 40% para 41%; e, na Coréia, de 46% para 50% (tabela 3.1). A evolução anual deste indicador fica mais evidente no gráfico 3.12, onde destaca-se a vulnerabilidade externa de Coréia e Tailândia.



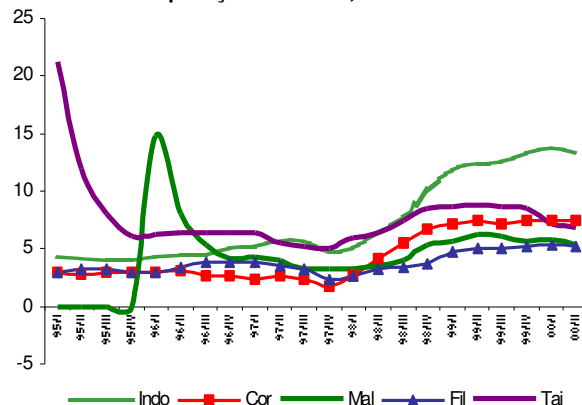
Fonte: World Development Indicators, 1999, e Asia Recovery Information Center (www.aric.adb.org). Elaboração do autor.

A tendência de conformação de um quadro de iliquidez externa explicitava-se no fato de que as dívidas de curto prazo excediam fortemente as reservas internacionais. Neste aspecto a Coréia do Sul apresentava a maior vulnerabilidade, posto que, em 1996 aquele indicador era de 340%. A Malásia era, daqueles cinco, quem apresentava uma melhor posição de liquidez externa, com suas dívidas de curto prazo equivalendo a 41% das reservas, em 1996. Esta deterioração deu-se mais pelo aumento do endividamento externo, especialmente das dívidas de curto prazo, do que por uma redução das reservas. Pelo contrário, o volume conjunto das reservas internacionais dos cinco países mais atingidos pela crise, havia aumentado em quase US\$ 25 bilhões em 1995 e 1996 (gráficos 3.3 e 3.10). Por isso mesmo um outro indicador de liquidez externa, a relação entre reservas e importações de bens e serviços tendeu a manter-se estável nos anos que antecederam à crise, deteriorando-se somente com a sua eclosão (gráfico 3.11 e tabela 3.1). Da mesma forma, o mercado acionário, que já indicava um relativo desaquecimento, passou por uma queda sensível após a crise (gráfico 3.12)

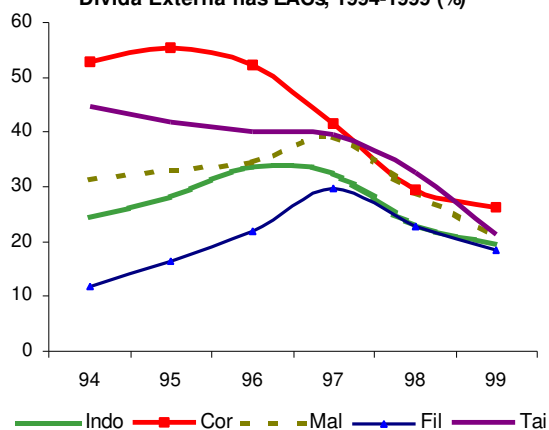
3.10 Índice de Reservas Internacionais (Excluindo o Ouro) das EACs, 1990-2000 - (1997 II = 100)



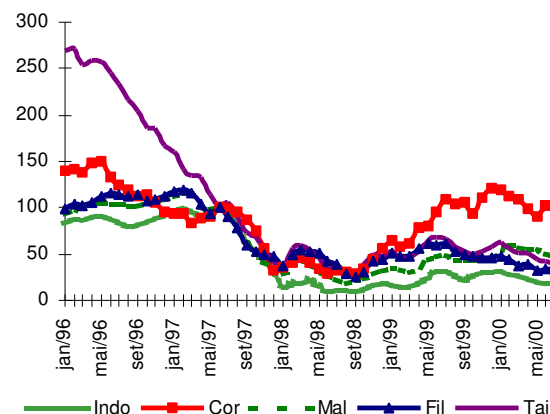
3.11 Reservas (Excl. Ouro) em Meses de Importações nas EACs, 1995-2000



3.12 Dívida de Curto Prazo Sobre o Total da Dívida Externa nas EACs, 1994-1999 (%)



3.13 Mercado Acionário em US\$ nas EACs, 1996/2000 - Média Mensal (Jun 1997 = 100)



Fonte: Asia Recovery Information Center (www.aric.adb.org). Elaboração do autor.

No final do primeiro semestre de 1997 os bancos internacionais possuíam US\$ 276,2 bilhões em haveres nas EACs, dos quais 43% tinham um prazo de maturação inferior a um ano¹⁸. Aquele montante representava 15,5% do total de haveres reportados pelo BIS em nível internacional¹⁹. Chegava-se, como nos dois semestres

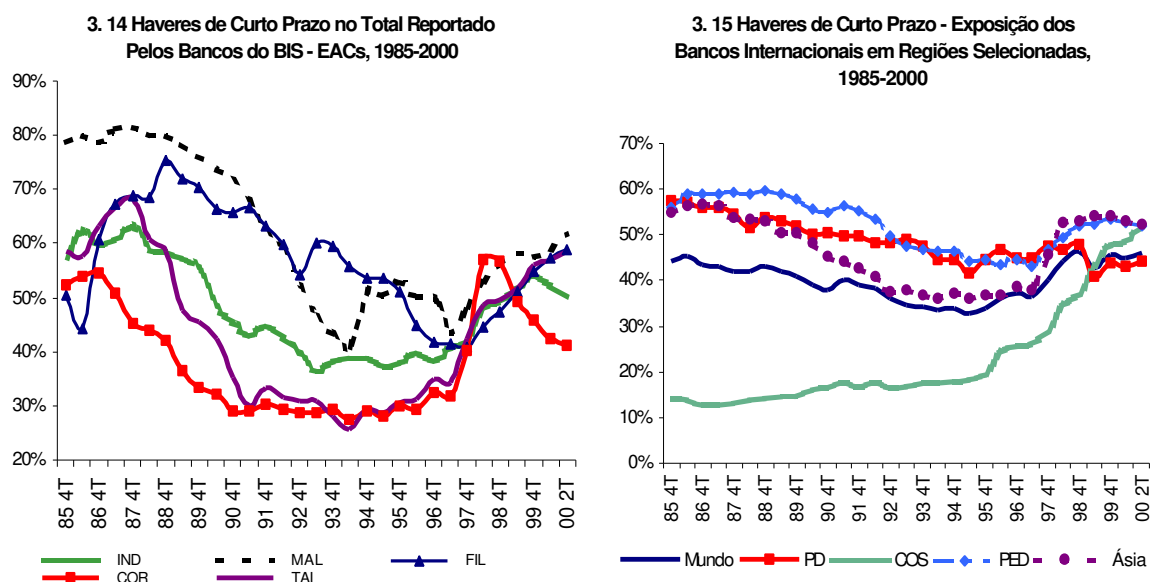
¹⁸ Cálculos do autor a partir da base de dados disponibilizadas pelo BIS – www.bis.org

¹⁹ No final de 1985, o estoque mundial de haveres dos bancos internacionais que reportam seus dados ao BIS era de US\$ 815 bilhões, e nas EACs, de US\$ 73 bilhões – 9% do total. Os ativos de curto prazo representavam 57% do total de haveres nas economias asiáticas em crise.

anteriores, ao pico de participação daquelas economias. Para colocar em perspectiva, deve-se notar que, desde 1985, aquela situava-se ao redor de 8%. A partir de 1992 os bancos internacionais passaram a ampliar seu grau de exposição na região.

Depois da crise, houve uma brutal retração no valor absoluto e relativo dos haveres dos bancos internacionais nas EACs. Este estoque, no segundo semestre de 2000, era de apenas US\$ 163 bilhões ou 2% do total mundial.

Uma análise mais detalhada dos dados sobre os ativos, prazos de maturação e perfil dos tomadores finais (item 3.2.3) permite compreender melhor os nexos entre o *boom* de investimentos com crescente endividamento, e a fragilização externa da região. O gráfico 3.14 sugere que as EACs passaram por um processo de melhoria no perfil de maturação dos passivos bancários junto às instituições internacionais, na segunda metade dos anos 1980. Porém, a partir do início dos anos 1990, período coincidente com a liberalização financeira em muitas daquelas economias (item 3.2.3), iniciou-se um processo de redução no prazo de vencimento das obrigações junto aos bancos internacionais. Nos quatro semestres que antecederam à crise, houve uma aceleração neste sentido. Além disso, o nível de participação dos haveres de curto prazo era extremamente elevado, entre 50% e 60%, bem acima dos parâmetros internacionais (gráfico 3.15)²⁰



Fonte: BIS Consolidated International Banking Statistics. Elaboração do Autor

²⁰ Na economia mundial o peso dos haveres de curto prazo foi de 37%, no primeiro semestre de 1997. Entre 1985 e 2000 (dados semestrais) este índice teve uma média de 40% na economia mundial e 47% nas EACs.

Destacar-se-á, agora, a dimensão microeconômica da crise.

3.2.3 Fragilidades Microeconômicas

Dois conjuntos de problemas são usualmente apontados no plano do desempenho das corporações dos países asiáticos. O padrão de *corporate governance*, marcado, entre outras coisas: (i) por uma elevada dependência das fontes externas de capital, que induzia ao estabelecimento de relações de dependência entre bancos e indústrias; (ii) uma forte diversificação setorial dos grupos econômicos; (iii) relações público-privadas baseadas no favorecimento de grupos específicos pelas políticas públicas, induzindo a uma passividade nas estratégias corporativas; (iv) e a ausência de uma sólida disciplina de mercado, capaz de evitar o excesso de assunção de risco; (v) o que, por sua vez, era potencializado pela reduzida transparência das informações econômicas e pela crença que o Estado seria sempre, e em qualquer circunstância, um garantidor em última instância de suas posições passivas. Além disso, o desempenho operacional nos anos 1990 seria caracterizado pelo excesso de investimentos e endividamento, em face de uma rentabilidade declinante.

Como foi destacado nos capítulos anteriores, e guardadas as especificidades individuais, os países asiáticos adotaram, ao longo de sua trajetória de desenvolvimento, um conjunto de práticas que responderam, em grande medida por seu sucesso em termos de crescimento, modernização produtiva e tecnológica e melhoria na qualidade de vida da sua população. A alta alavancagem de suas corporações era sustentada pelo *drive exportador* e este, por sua vez, era incentivado pelas políticas governamentais de crédito direcionado, empréstimos subsidiados, isenções tributárias, etc. A exigência de desempenho competitivo nos mercados internacionais condicionava o acesso aos incentivos (World Bank, 1993), mas gerava, simultaneamente, uma significativa demanda por *funding* para os investimentos em tecnologia e ampliação da base de produção. Como os lucros retidos não eram suficientes e o mercado de capitais era pouco desenvolvido, consolidou-se um padrão de financiamento fortemente alicerçado nas fontes externas, especialmente os bancos (Demirguc-Kunt & Levine, 1999).

Se por um lado, as receitas em divisas garantiam o equilíbrio financeiro, por outro o relativo isolamento do mercado financeiro doméstico evitava o endividamento

em moeda estrangeira e, portanto, limitava o descasamento de divisas entre as operações ativas e passivas. (World Bank, 1998b, Claessens et. al. 1999, Lall, 1995, Singh, 1994, 1996 e 1996b). Por isso, para vários analistas, a crise não pode ser vista como uma fatalidade necessária, derivada do “modelo asiático”, mas sim a combinação entre a vulnerabilidade do padrão de financiamento e uma conjuntura permissiva à redução de rentabilidade²¹.

Este tipo de estrutura financeira demandava uma estreita cooperação entre bancos, corporações e governos, para evitar ou minimizar: (i) o excesso de investimentos na introdução de novos setores industriais ou modernização de outros, já instalados; (ii) o que minimizava o comprometimento da rentabilidade privada e do potencial global de acumulação; e (iii) a contaminação interna de choques adversos de origem externa (Amsden, 1991 e 1994, Wade & Veneroso, 1998, Lee, 1992, Stiglitz, 1996). A partir de meados dos anos 1980, verificou-se, especialmente nos NICs I, uma redução da intervenção ativa do Estado na economia.

Para o Banco Mundial (World Bank, 1998b:54) esta estratégia que visava preparar o setor privado para a competição em um ambiente de globalização teve, por contrapartida, a emergência de um “vácuo institucional”. Isto tornou-se mais grave nos anos 1990, quando os governos asiáticos desregularam radicalmente seus sistemas financeiros “...eles removeram ou reduziram o controle sobre o endividamento das corporações, e abandonaram a coordenação dos empréstimos e investimentos, mas falharam no fortalecimento da supervisão bancária.” (*idem*). Na década de 1990, a expansão dos investimentos ampliou a vulnerabilidade das corporações. Além disso, houve uma importante alteração no padrão dos investimentos, com o crescimento das inversões em infra-estrutura e em setores de não comercializáveis. Criou-se um *gap* entre o preços dos comercializáveis e não comercializáveis, dado que o maior grau de abertura associado à rigidez do câmbio nominal criava um viés pró não comercializáveis (IMF, 1998a e 1998b).

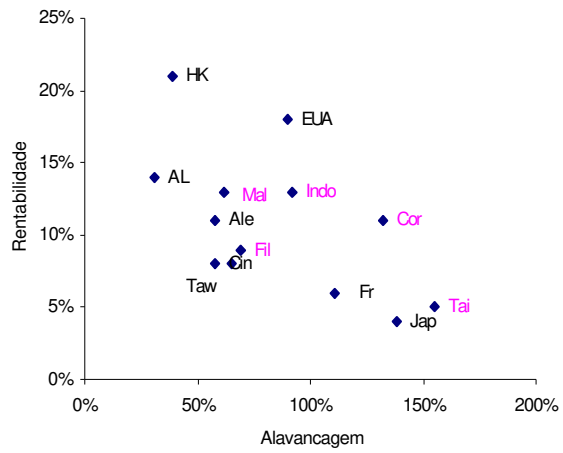
²¹ Ver, entre outros, Wade & Veneroso (1998), Chang et. al. (1998), Akyüz (1998), Dysmki (1998), Belluzzo (1998), Islam (1998), Lim (1998), United Nations (1998, 1999 e 2000). O próprio Banco Mundial admite este ponto: “Alta alavancagem, empréstimos de curto prazo, e financiamentos externos sem *hedge*, criaram um conjunto de riscos que provaram ser desastrosos diante dos novos preços do capital externo e doméstico. **Enquanto as taxas de crescimento eram altas, os riscos associados ao alto endividamento e à estreita base de capital eram gerenciáveis. A repentina desvalorização cambial e a elevação dos juros, junto com a queda de demanda, transformaram a fraqueza numa doença fatal.** Empresas bem administradas e com alto desempenho entraram em colapso, subitamente, junto com as mal administradas e de desempenho medíocre.” (World Bank, 1998b:54, grifos do autor). ”

Pomerleano (1998) realizou uma extensa pesquisa empírica sobre o desempenho microeconômico comparado das corporações asiáticas com suas congêneres em outras regiões²². Constatou uma tendência de deterioração no desempenho das empresas asiáticas, expressa no excesso de alavancagem, forte endividamento de curto prazo, rentabilidade decrescente e incapacidade de geração de valor econômico para seus acionistas (tabela 3.3)²³. Tailândia, Coréia e Indonésia apresentaram, em geral, uma vulnerabilidade maior. O gráfico 3.16 evidencia que a maior alavancagem das empresas asiáticas, especialmente nas EACs, estava associada a uma menor rentabilidade. Da mesma forma, o crescimento dos investimentos em ativos fixos contrastou com uma menor remuneração do capital empregado (gráfico 3.17).

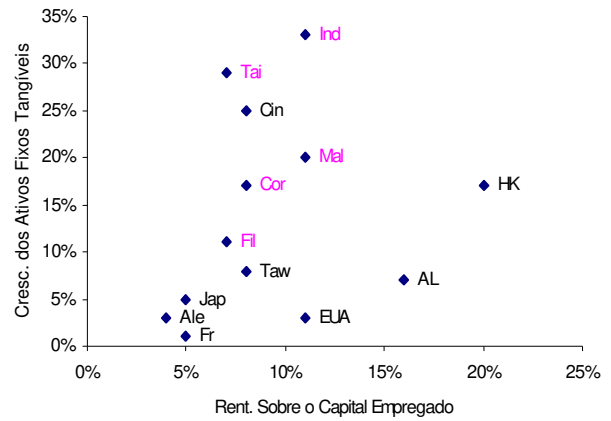
²² Para tanto, utilizou a base de dados do *Financial Times Information's Extel*, que reúne informações comparáveis de mais de 13 mil corporações, em nível internacional. Sua amostra contou com 47 empresas em Hong Kong (HK), cujas vendas equívalem, em média, a 7% do PIB, entre 1992 e 1996. Para os demais países, a amostra com sua respectiva representatividade foi de: Indonésia (Indo) – 122 (2%); Coréia (Cor) – 44 (14%); Malásia (Mal) – 211 (21%); Filipinas (Fil) – 29 (2%); Cingapura (Cin) – 92 (17%); Taiwan (Twa) – 16 (não disponível); Tailândia (Tai) – 173 (5%); América Latina (AL) – 21 (não disponível); França (Fr) – 143 (28%); Alemanha (Ale) – 232 (26%); Japão (Jpn) – 254 (24%); EUA – 289 (28%).

²³ Indicadores utilizados: (i) **alavancagem**: dívida total sobre o patrimônio líquido; (ii) **crescimento dos ativos fixos tangíveis**; (iii) **dívida/investimento**: total de dívidas e repagamentos com relação ao total de investimentos fixos; (iv) **dívida e curto prazo**: passivo circulante/passivo total; (v) **capacidade de pagamento**: receita operacional antes do pagamento de juros, taxas e depreciação/taxa de juros anuais dos empréstimos ou do serviço da dívida; (vi) **Z de Altman**: índice ponderado que leva em conta cinco indicadores - taxa de retorno sobre os ativos totais, relação vendas/ativos totais, relação capital próprio/dívidas, relação capital produtivo/ativos totais, e relação lucros retidos/total dos ativos - a pontuação Z vai de -4 a +8. Taxas acima de 2,99 indicariam uma situação financeira saudável; abaixo de 1,81, fortes desequilíbrios financeiros; entre 1,81 e 2,99, situação de vulnerabilidade financeira; (vii) **rentabilidade**: taxa de retorno sobre capital depois do pagamento de impostos (resultado líquido/capital); (viii) **retorno sobre o capital empregado**: resultado antes dos impostos/capital; (ix) **valor econômico adicionado**: quociente entre o Retorno Sobre o Capital Empregado Antes dos Impostos (RCE) e a Taxa de Juros dos Empréstimos; (x) **Q de Tobin**: relação entre o capital próprio e as dívidas de uma empresa com o ativo, com valores ajustados pela inflação. Indica a capacidade da firma criar valor para os acionistas. Um indicador maior do que 1 (ou 100%) sinaliza criação de valor; menor do que 1 (ou 100%) denota destruição de valor.

3.16 Alavancagem e Rentabilidade em Economias Seleccionadas, 1996



3.17 Crescimento dos Ativos Fixos e Rentabilidade do Capital em Economias Seleccionadas (média, 1992-1996)



Fonte: Pomerleano (1998). Elaborado pelo autor.

3.3 Indicadores Microeconômicos de Países e Regiões Seleccionadas, 1992-1996

	HK	Indon.	Coréia	Malás.	Filip.	Cingap.	Taiwan	Tailân.	Am. Lat.	França	Alem.	Japão	EUA
1. Alavancagem													
1992	26%	59%	123%	31%	81%	37%	71%	71%	31%	141%	61%	136%	106%
1993	23%	54%	129%	29%	78%	34%	73%	81%	35%	133%	67%	139%	102%
1994	33%	58%	127%	38%	50%	33%	71%	103%	34%	117%	61%	139%	97%
1995	36%	81%	132%	45%	49%	45%	67%	135%	33%	112%	59%	135%	94%
1996	39%	92%	nd	62%	69%	58%	65%	155%	31%	111%	58%	138%	90%
2. Crescimento dos Ativos Fixos Tangíveis													
1993	22%	22%	11%	15%	13%	19%	9%	25%	-2%	2%	2%	5%	2%
1994	17%	37%	15%	21%	9%	32%	3%	47%	8%	1%	1%	5%	3%
1995	15%	36%	24%	18%	5%	20%	-5%	27%	12%	-1%	1%	5%	3%
1996	13%	35%	nd	26%	15%	27%	24%	17%	8%	2%	6%	3%	5%
Média 93/96	17%	33%	0,17	20%	11%	25%	8%	29%	7%	1%	3%	5%	3%
3. Relação Dívida/Investimento													
1993	23%	37%	86%	19%	46%	14%	55%	71%	34%	-13%	16%	11%	-9%
1994	62%	56%	52%	44%	-46%	19%	62%	72%	17%	-18%	-8%	17%	11%
1995	36%	103%	75%	57%	28%	66%	50%	102%	13%	-26%	8%	15%	21%
1996	58%	70%	62%	61%	73%	58%	23%	69%	10%	-1%	8%	9%	10%
Média 93/96	45%	67%	0,69	45%	25%	39%	47%	78%	19%	-14%	6%	13%	8%
4. Dívidas de Curto Prazo													
1992	58%	52%	54%	66%	51%	77%	64%	64%	38%	51%	31%	57%	40%
1993	62%	56%	52%	64%	52%	82%	66%	64%	33%	50%	31%	56%	35%
1994	63%	56%	53%	61%	60%	80%	65%	62%	40%	50%	31%	53%	38%
1995	64%	50%	52%	61%	58%	80%	68%	60%	39%	51%	31%	54%	35%
1996	61%	45%	nd	59%	54%	78%	61%	60%	48%	52%	31%	56%	36%
Média 92/96	63%	52%	52%	61%	56%	80%	65%	62%	40%	51%	31%	55%	36%
5. Capacidade de Pagamento													
1992	19,29	0,03	1,42	9,09	1,89	12,40	5,73	4,60	15,57	3,06	5,30	21,57	4,61
1993	25,85	0,52	1,41	9,76	2,59	14,37	4,71	4,12	9,52	2,88	4,79	3,49	5,57
1994	21,77	2,18	1,89	11,73	2,93	11,70	6,30	3,83	14,45	3,87	5,96	3,68	6,83
1995	13,59	3,07	1,77	9,62	4,31	8,80	5,12	2,47	14,28	3,85	6,29	3,46	7,33
1996	11,07	2,44	1,07	6,74	3,68	8,05	4,08	1,92	25,36	4,75	7,09	4,31	7,62
Média 92/96	18,31	1,65	1,51	9,39	3,08	11,06	5,19	3,39	15,84	3,68	5,89	7,30	6,39
6. Índice Z de Altman													
1992	10,59	2,26	1,34	5,97	2,36	3,88	2,52	3,12	0,98	1,46	3,01	2,01	2,72
1993	13,71	2,76	1,47	8,43	3,51	6,00	3,22	4,48	1,00	1,52	3,10	2,02	2,82
1994	9,31	3,61	1,57	6,63	4,87	5,18	3,67	2,93	1,33	1,58	3,30	2,01	2,92
1995	7,18	2,83	1,55	4,84	4,26	3,86	2,90	2,27	1,49	1,63	3,25	1,87	3,56
1996	6,90	2,60	nd	3,90	3,40	2,90	3,20	1,50	1,90	1,80	3,60	2,10	3,80
Média 92/96	9,54	2,81	1,48	5,89	3,68	4,36	3,09	2,86	1,34	1,60	3,26	2,00	3,16
7. Rentabilidade													
1992	29%	14%	5%	12%	4%	10%	12%	13%	3%	7%	7%	5%	4%
1993	24%	12%	4%	14%	7%	10%	10%	10%	6%	3%	3%	3%	8%
1994	27%	12%	8%	14%	16%	9%	14%	11%	10%	6%	8%	2%	16%
1995	24%	15%	11%	14%	12%	8%	12%	9%	12%	3%	6%	2%	16%
1996	21%	13%	nd	13%	9%	8%	8%	5%	14%	6%	11%	4%	18%
Média 92/96	25%	13%	7%	13%	10%	9%	11%	10%	9%	5%	7%	4%	12%
8. Retorno Sobre o Capital Empregado													
1992	22%	12%	7%	12%	6%	9%	8%	9%	15%	7%	4%	6%	9%
1993	21%	11%	6%	12%	7%	8%	7%	7%	15%	5%	2%	5%	9%
1994	21%	11%	8%	11%	7%	8%	10%	7%	14%	6%	4%	4%	11%
1995	19%	11%	9%	11%	8%	7%	7%	7%	14%	5%	3%	5%	12%
1996	16%	10%	nd	10%	5%	7%	5%	5%	23%	5%	5%	6%	13%
Média 92/96	20%	11%	8%	11%	7%	8%	8%	7%	16%	5%	4%	5%	11%
9. Valor Econômico Adicionado													
1992	15%	-12%	-3%	3%	-13%	3%	nd	-9%	nd	-3%	-10%	0%	3%
1993	14%	-10%	-3%	3%	-8%	3%	nd	-9%	nd	-4%	-11%	1%	3%
1994	12%	-7%	-1%	3%	-8%	2%	nd	-7%	nd	-2%	-7%	0%	4%
1995	10%	-8%	0%	3%	-7%	1%	nd	nd	nd	-3%	-8%	2%	3%
1996	7%	-9%	nd	1%	-10%	1%	nd	nd	nd	-2%	-5%	3%	5%
Média 92/96	12%	-9%	-2%	3%	-9%	2%	nd	-8%	nd	-3%	-8%	1%	4%
10. Índice Q. de Tobin													
1992	230%	77%	65%	149%	109%	88%	117%	141%	21%	52%	42%	90%	98%
1993	277%	96%	77%	217%	162%	135%	158%	249%	25%	57%	51%	94%	95%
1994	254%	149%	77%	202%	162%	108%	164%	174%	nd	52%	50%	98%	96%
1995	205%	137%	72%	162%	141%	102%	124%	147%	38%	53%	49%	89%	121%
1996	210%	136%	0,72	157%	150%	91%	145%	107%	38%	58%	57%	96%	124%
Média 92/96	235%	119%	72%	178%	145%	105%	142%	164%	nd	54%	50%	93%	107%

Fonte: Pomerlano (1998). Arranjos do autor.

Em uma perspectiva comparada esse desempenho negativo é ressaltado (gráfico 3.18). Nas estimativas de Pomerleano (1998), a Tailândia era o país cujas corporações apresentavam um mais elevado grau de dependência de recursos de terceiros. Esta situação agravou-se ao longo dos anos 1990. Sua alavancagem foi estimada em 155%, em 1996, contra os 71% de 1992. Japão e Coréia, vinham logo após, com índices superiores a 130%, porém, sem um aumento expressivo ao longo da década. Das EACs, Indonésia e Malásia, apresentaram, também, uma deterioração deste indicador, enquanto as corporações filipinas reduziram sua alavancagem. Os demais países e regiões analisados apresentaram uma dependência do capital de terceiros baixa e/ou declinante.

O grau de alavancagem encontrado por Pomerleano é bem menor do que o de outras pesquisas semelhantes. Berg (1999), por exemplo, aponta para uma relação capital de terceiros/capital próprio de 640% para a Coréia, 340% para a Tailândia, 200% para Malásia e Indonésia, e 170% para Filipinas, no ano de 1996, o que representou um significativo crescimento frente ao início da década (tabela 3.2). As estimativas do Banco Mundial (World Bank, 1998b:57) são muito próximas às de Berg (1999), enquanto o FMI (IMF, 1998c) encontrou uma alavancagem de 286% para a Coréia em 1995. Claessens et. al (1998)²⁴ verificaram que a Coréia, com um índice de 350%, em 1996, e 340% na média do período 1988-1996, apresentou a mais elevada alavancagem em uma amostra de 45 países. Entre as EACs, Tailândia e Indonésia, tinham níveis de dívida/capital ao redor de 200%, enquanto Malásia e Filipinas, estavam na casa dos 100% (tabela 3.2). Em comum, deve-se registrar o fato destas pesquisas apontarem que: (i) a situação geral era de deterioração deste indicador; (ii) Coréia e Tailândia estavam em pior situação, seguidas, por Indonésia e, em menor grau, Malásia.

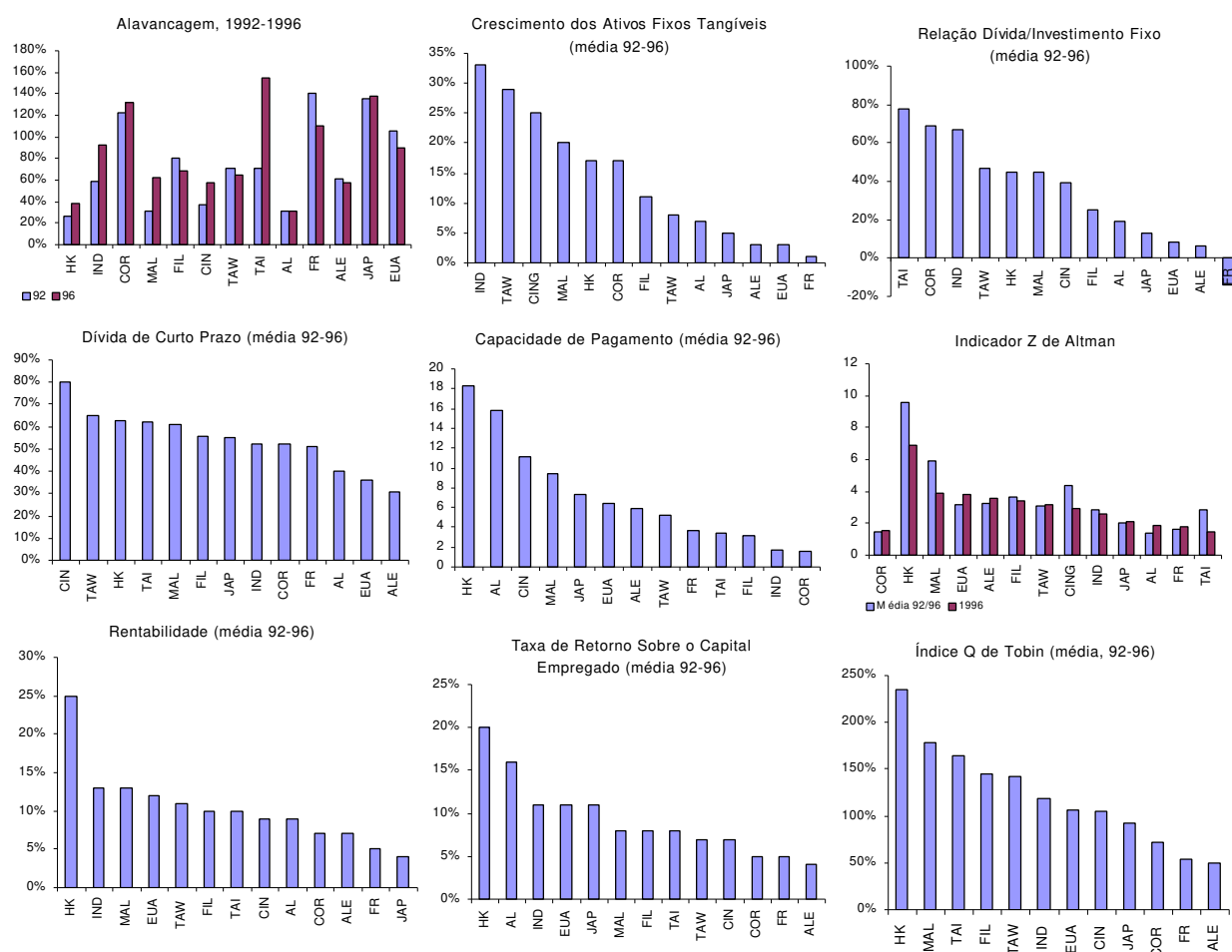
A alta alavancagem conviveu, nos anos 1990, com o crescimento dos investimentos e a ampliação do grau de endividamento, com perfis de maturação cada vez mais curtos. Com exceção de Taiwan, todos os países asiáticos estudados por Pomerleano tiveram taxas médias de crescimento dos ativos fixos tangíveis que chegavam a ser dez vezes maiores que as verificadas nos EUA, Alemanha, Japão,

França e América Latina. Entre 1993 e 1996, os investimentos cresceram, em média, 33% ao ano na Indonésia, 29% na Tailândia, 20% na Malásia, 17% na Coreia, e 11% nas Filipinas, gerando uma elevação, em quase todos estes países, da relação dívida/investimento. E, ao contrário dos países ocidentais, as corporações asiáticas apresentaram uma participação das dívidas de curto prazo no total dos passivos, bem acima de 50% (tabela 3.3). Esta mesma tendência aparece em Cleassens et. al (1998), que também constataram um ritmo mais elevado de investimentos nas economias asiáticas²⁵ e um perfil de endividamento marcado pelo menor peso dos instrumentos de longo prazo²⁶.

²⁴ Os autores utilizaram os dados de companhias de capital aberto da Extel e Worldscope. A amostra consistiu de 588 companhias em Hong Kong, 317 na Indonésia, 2525 no Japão, 392 na Coreia, 772 na Malásia, 170 nas Filipinas, 348 em Cingapura, 265 em Taiwan, e 564 na Tailândia.

²⁵ Na média do período 1988-1996, os autores verificaram que Tailândia e Coreia tiveram um crescimento médio anual dos investimentos em capital de 14%, seguidos da Indonésia com 13%, e Malásia e Filipinas com 11%. Para colocar em perspectiva, Taiwan, Cingapura e Hong Kong, cresceram entre 8% e 9%, a Alemanha, 2,5%, e os EUA, 3,4% (Cleassens et. al., 1998:8)

²⁶ Enquanto nos EUA as dívidas de longo prazo sobre o total do passivo chegavam a 76%, na média do período 1988-1996; e, na Alemanha, a 55%; os países asiáticos conviviam com índices ao redor de 30% (Tailândia e Malásia), 35%-45% (Taiwan, Hong Kong, Indonésia, Coreia e Cingapura) e acima de 45% (Japão e Filipinas).



Fonte: Pomerleano (1998). Elaborado pelo autor.

A tendência de declínio da rentabilidade indicava o alto risco da estratégia de crescimento acelerado e endividamento das corporações asiáticas. Berg (1999) e Cleassens et. al. (1998) verificaram uma sensível queda na relação lucro/ativo entre 1991 e 1996 em todos as EACs, com exceção da Malásia²⁷. Pomerleano (1998) observou que, de um modo geral, a taxa de retorno do capital empregado, dado pela relação entre o lucro operacional e o capital investido no exercício, e a rentabilidade (lucro líquido/capital) dos países asiáticos, não eram muito inferiores às dos EUA e demais países e regiões ocidentais (gráfico 3.18). Porém, estavam em declínio (tabela

²⁷ No trabalho de Cleassens et. al. (1998:7), esta queda de rentabilidade deu-se em um contexto no qual tanto a margem operacional – com um crescimento médio anual, no período 1988-1996, entre 15% e 33% na Ásia, contra os 15% verificados na Alemanha e EUA -, quanto o crescimento real das vendas – entre 8% e 12% ao ano naquele período na Ásia, 4% nos EUA e 3% na Alemanha - eram sensivelmente maiores nas corporações asiáticas do que na Alemanha e EUA. Esta aparente contradição sugere que a tendência de redução da rentabilidade esteve associada à expansão dos investimentos e à ampliação do endividamento.

3.3). Por conta disso, comprometia-se sua capacidade de honrar dívidas. A taxa de cobertura dos juros, resultado do quociente entre a receita operacional antes do pagamento de juros, impostos e depreciação, e os juros pagos sobre os empréstimos, declinou, sensivelmente, entre 1995 e 1996, em todos os países asiáticos.

Quando se compara com o início da década, Coreia Tailândia e Malásia, apresentam uma maior fragilização (tabela 3.3). As corporações coreanas da amostra de Pomerleano atingiram uma taxa de cobertura dos juros de 1,07, em 1996. Isto indica que praticamente todas as suas receitas operacionais direcionavam-se para o pagamento dos juros de dívidas passadas. O Banco Mundial (1998b:56) estimou que cerca de 1/3 das empresas coreanas e tailandesas estavam em uma situação onde o pagamento dos juros excedia os lucros. Caracterizar-se-ia assim, uma situação de transição entre posturas *especulative* e *ponzi finance*, nos termos de Minsky (1991).

Pelo indicador Z de Altman, que é uma média ponderada de índices econômico-financeiros²⁸, as empresas de Coreia, Malásia e Indonésia, poderiam ser classificadas como em posição de vulnerabilidade financeira. Por isso mesmo, eram incapazes de criar valor econômico novo, conforme pode ser visto em dois indicadores: (i) na relação entre o retorno sobre o capital empregado e o pagamento de juros, onde todas as EACs, com exceção da Malásia, tiveram índices negativos – pagavam mais juros do que remuneravam seu capital próprio; (ii) e pelo índice *q* de Tobin²⁹, onde reforça-se a idéia de destruição de valor econômico, especialmente na Coreia (tabela 3.3).

É importante ressaltar que alguns países analisados por Pomerleano (1998) apresentavam corporações com elevadas alavancagem (França) e relação dívida/investimento (Taiwan), dívidas de curto prazo acima de 50% (França e Taiwan), rentabilidade e lucratividades decrescentes ou estagnados (França, Alemanha e Taiwan), dificuldades de criação de valor (França, Alemanha e Cingapura), e nem por isso foram alvos de crises financeiras sistêmicas.

Mesmo nas EACs, o desempenho negativo, operacional e financeiro, não era, necessariamente uma regra, e nem era uniforme setorialmente³⁰. No período pré crise

²⁸ Ver a nota explicativa 21, neste capítulo.

²⁹ Para uma definição ver a nota explicativa 21, neste capítulo.

³⁰ “Na Tailândia, por exemplo, o investimento no setor de construção foi alimentado pela apreciação real e demandava grandes financiamentos. Como resultado, tornou-se o setor mais alavancado – 406%, em 1996 ... Na Coreia e Tailândia, a eletrônica registrou a menor lucratividade em 1996..., e, na Coreia, a indústria eletrônica tinha a maior parcela de firmas incapazes de cobrir os juros dos empréstimos. Isto reflete a estratégia de ‘grandes apostas’ das firmas coreanas de concorrer com as multinacionais, através do desenvolvimento de seus próprios produtos. Isto levou a uma redução maciça dos preços dos produtos eletrônicos coreanos, em 1996, e redução na

firmas altamente alavancadas mostraram-se eficientes, crescendo rapidamente e com lucratividade positiva e consistente. Esta análise do Banco Mundial (World Bank, 1998b:54-56) é reforçada pela constatação de que nos anos que antecederam à crise, Tailândia e Coréia, apresentaram uma situação de maior vulnerabilidade, enquanto Malásia, Indonésia e Filipinas, tinham corporações com um desempenho relativamente estável. Estes últimos teriam sido vítimas do efeito contágio.

Além disso, os países asiáticos, já haviam convivido no passado com ciclos de *boom and bust* de capitais externos, forte expansão de investimentos, e crises bancárias (nota explicativa n.º 10, neste capítulo). Crises financeiras, também ocorreram em países com instituições tidas como mais sólidas e transparentes – como nos países escandinavos e no caso das crises cambiais européias, no final dos anos 1980, início dos anos 1990; nos EUA, na crise do seu sistema de poupança, nos anos 1980, e na falência do fundo de investimento *Long Term Capital Management*, em 1998; entre outros exemplos (United Nations, 1998, 1999, World Bank, 2000). Isto remete à necessidade de uma abordagem que envolva a compreensão das especificidades histórico-institucionais da crise asiática, já destacadas anteriormente, e que serão objeto de aprofundamento neste e nos próximos capítulos. Porém, antes disso, há que se verificar com mais detalhes as características do *corporate governance* asiático.

Corporate governance é o conjunto de regras, normas e organização que determinam o comportamento das empresas e definem a responsabilidade dos investidores. Há um vínculo estreito entre o padrão de financiamento de uma economia e as relações investidores-proprietários derivada do *corporate governance*. A literatura sobre o tema sugere que o uso de fontes externas de financiamento, quer pela emissão de ações ou títulos, quer via crédito bancário, pressupõe o estabelecimento de regras de comportamento de credores e devedores, investidores e *insiders* – tomadores de decisão dentro das empresas.

Com isso, os investimentos tenderão a ser tão mais eficientes quanto melhores forem as regras que determinam a transparência das operações, garantam o direito dos

lucratividade do setor. Em contraste, Malásia e Filipinas experimentaram alta lucratividade em 1996, porque eram parte de uma rede de produção mais diversificada, através de suas conexões com as multinacionais.” (World Bank, 1998b:56)

investidores minoritários e credores, e permitam a resolução dos conflitos – pela via do sistema judicial ou por negociações diretas entre as partes, com ou sem mediação - de forma rápida e minimizadora de perdas econômicas³¹. Seguindo esta linha de pesquisa, o Banco Mundial (World Bank, 1998b) identificou cinco áreas problemáticas no *corporate governance* asiático.

A primeira diz respeito às relações entre governo e bancos e entre bancos e clientes. A pressão política para a concessão de empréstimos às empresas e setores específicos, bem com a existência de garantias implícitas sobre os depósitos, tornariam frouxas as práticas de análise de risco e exporiam os bancos a uma forte concentração de carteira. O Banco argumenta que, apesar da liberalização financeira, as influências políticas persistiriam como uma herança do modelo desenvolvimentista do passado. Porém não apresenta evidências empíricas que sustentem seu argumento³².

Em segundo lugar, aponta-se para a escassez e subdesenvolvimento dos investidores institucionais locais. Isto seria o resultado da ausência, até bem pouco tempo, de regras formais sobre arranjos de aposentadoria capazes de estimular o crescimento dos fundos de pensão, bem como de normas restritivas para a composição das carteiras de ativos. Os fundos de pensão de entes governamentais e empresas públicas seriam muito recentes, sendo obrigados a manter *portfólios* fortemente carregados de títulos públicos e ativos de alta liquidez.

Uma terceira área estaria associada à limitada participação de bancos estrangeiros no financiamento direto das empresas asiáticas, dentro dos mercados domésticos, e a adoção, restrita, de regras internacionais de *governance*. Os governos restringiam a concessão de licenças para o funcionamento de bancos estrangeiros, de modo a reduzir a pressão competitiva sobre as instituições locais, o que levou estas, em um ambiente de liberalização, a buscarem os mercados *off shore*, canalizando recursos para suas economias e alimentando o *boom* de endividamento externo.

Em quarto, a crença de que o Estado evitaria a quebra de grandes grupos teria induzido os investidores externos a não pressionarem por mais transparência nas

³¹ Para uma síntese deste argumento e demais referências bibliográficas ver La Porta et. al. (1999).

³² É interessante notar que, tanto o Banco Mundial, quanto os vários trabalhos citados ao longo desta tese, que enfatizam o argumento do *crony capitalism*, não fornecem evidências empíricas consistentes de que as relações público-privadas na Ásia desviar-se-iam de padrões ótimos, a ponto de serem os determinantes centrais da crise. Como contra-argumento, autores como Radalet & Sachs (1998 e 1999) e Furman & Stiglitz (1998) vêm lembrando que países tidos como menos permissivos à corrupção também têm tido episódios de crise financeira.

informações econômicas e práticas de gestão dos grupos apoiados. Este elemento teria sido potencializado pelo crescimento acelerado e a inflação no preço dos ativos. Com os lucros crescendo, não importariam as fragilidades institucionais locais.

Por fim, as instituições de regulação dos mercados de capitais, que nos países desenvolvidos são responsáveis pelo aprimoramento da disciplina concorrencial, seriam pouco desenvolvidas. Além disso, a existência de grupos econômicos altamente diversificados setorialmente e concentrados em termos de propriedade - normalmente de base familiar - facilitaria o excesso de alavancagem e a baixa rentabilidade, dada a falta de transparência das informações econômico-financeiras.

3.2.4 Fragilidades Institucionais

Argumentou-se, nos itens anteriores, que vários elementos apontados como determinantes da crise estiveram presentes em outros momentos do desenvolvimento recente das economias asiáticas. Elevados déficits em conta corrente sustentados por uma vigorosa entrada de capitais externos - semelhante, em termos relativos ao *boom* dos anos 1990 (gráficos 3.2 e 3.3) -, refletindo a expansão dos investimentos para muito além da capacidade de poupança (gráfico 3.4), crescimento da liquidez doméstica (gráfico 3.8) e fragilização externa (gráficos 3.9, 3.12 e 3.14). Também não era novidade a existência de um padrão de financiamento das corporações marcado por um elevado coeficiente de utilização de capitais de terceiros com relação ao capital próprio. Houve, de fato, uma deterioração acentuada destes e de outros indicadores macro e microeconômicos.

Porém, a diferença marcante dos anos 1990 para períodos anteriores deve ser buscada na ruptura dos mecanismos de política econômica que garantiam a coordenação dos investimentos e o controle das finanças externas e internas. Ou, mais especificamente, a liberalização financeira, permitiu, em um certo contexto de maior integração à economia internacional, e de redução da intervenção política sobre os mercados, a criação de distorções e fragilidades institucionais que potencializaram as vulnerabilidades econômicas.

A literatura sobre este tema passou a enfatizar as fragilidades na regulação prudencial e supervisão das instituições financeiras, especialmente no que se refere à contabilização dos ativos, concentração dos empréstimos, existência de garantias

cruzadas pouco transparentes e descasamento de divisas. Além disso, os critérios de provisionamento e de suspensão do pagamento de juros sobre empréstimos em atraso e liquidação seriam pouco rígidos. Do ponto de vista da supervisão, aponta-se que a falta de autonomia abriria espaço para que pressões políticas minimizassem e/ou revertissem a aplicação de sanções diante de problemas constatados. Criar-se-ia, assim, espaço para o surgimento de um significativo prêmio de risco associado à arbitragem regulatória.

A política de crédito dos bancos asiáticos sempre fundou-se mais na tradicional busca de garantias que colateralizassem os empréstimos, do que na análise da capacidade efetiva de pagamento de cada empreendimento. Isto tenderia a deixá-los mais vulneráveis a uma exposição excessiva ao risco, especialmente em um contexto de inflação de ativos, e, por decorrência, ao declínio no preço destes. Além disso, o excesso de concentração da carteira – do ponto de vista setorial e de clientes individuais - , associado à redução da disciplina de mercado pela opacidade das informações econômicas, criaria um ambiente propício à fragilização dos agentes. Costuma-se destacar os seguintes problemas na contabilidade e transparência das corporações e instituições financeiras: (i) as transações intra-grupos e os financiamentos *out off balance* nem sempre eram registrados em balanços consolidados, mascarando o grau de endividamento; (ii) por isso mesmo, *ex ante*, não era evidente o excesso de endividamento de curto prazo em divisas; (iii) baixa transparência na classificação dos créditos, provisionamento e apropriação dos juros cobrados – assim, ainda que a maior parte dos bancos revelassem o montante de provisionamento, não se costumava publicar nos balanços a proporção dos empréstimos em que se tinham parado de cobrar juros e que, portanto, eram, também, problemáticos; (iv) a disseminação da prática das garantias cruzadas, especialmente na Coreia, tornava difícil mensurar corretamente a solvência dos emprestadores; (v) ausência, em geral, de balanços consolidados; (vi) os bancos não costumavam revelar dados desagregados de concentração setorial das carteiras; (vii) falta de transparência na contabilização da utilização dos instrumentos derivativos; (viii) as garantias prestadas pelas *holdings* dos conglomerados às suas empresas afiliadas não costumavam ser registradas como passivo contingenciado, o que limitaria a expansão do crédito aos grupos e, também, o seu grau real de endividamento.

A ampliação na entrada de investimentos externos (gráfico 3.1) e a maior exposição dos bancos internacionais na região (item 3.2.2), estiveram associadas a uma mudança no perfil dos tomadores finais. Cingapura e Hong Kong, considerados pelo BIS como centros *off shore*, continuaram centradas nos bancos. Porém, no caso da Malásia, Tailândia e Filipinas, a década de 1990 trouxe como novidade, com relação aos anos 1980, o predomínio do setor privado não bancário como tomador final. Na Coreia e em Taiwan, o crescimento deste segmento não retirou a importância dos bancos. E na China, como nos demais países, o setor público deixou de ser um importante destinatário das aplicações dos bancos internacionais (gráfico 3.19).

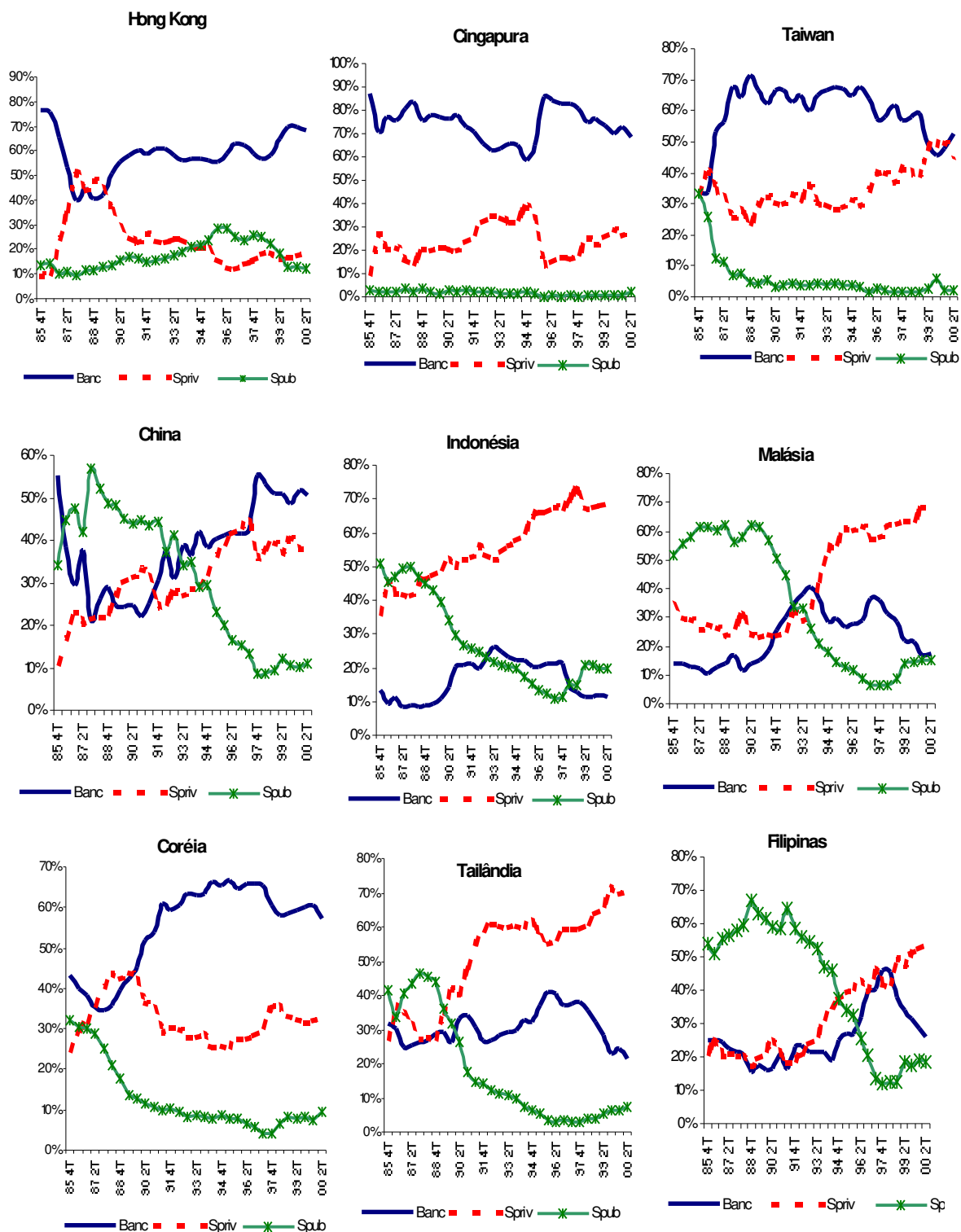
Para Radalet & Sachs (1998, 1998b) o argumento de Krugman (1998), Corsetti et. al (1998), Goldstein (1998), entre outros, de que os investidores internacionais teriam tomado suas decisões de inversão sob a hipótese de que estariam protegidos por garantias governamentais – explícitas ou não – teria aqui um contraponto. O problema do risco moral seria razoável nos empréstimos a bancos, que, em tese, poderiam ser socorridos pelas A.M.s, ou para alguns grandes grupos privados, além, é claro, dos próprios Estados. Porém, não seria correto supor que a maioria dos tomadores privado não financeiros estariam sob guarda de mecanismos ocultos de proteção. Note-se que este segmento passou a ter uma participação crescente no total de haveres e, mais do que isso, enquanto os créditos para os bancos asiáticos refluíram a partir de junho de 1997, os recursos para o setor privado não bancário mantiveram-se estáveis. Em junho de 1997 os haveres destinados aos bancos das EACs totalizavam US\$ 123 bilhões, enquanto que para o setor privado não bancário este montante era de US\$ 136 bilhões. Em dezembro, os bancos detinham US\$ 115 bilhões e o setor privado US\$137 bilhões. Vale dizer, em meio à crise cambial manteve-se o financiamento das empresas. Em junho de 1998, aqueles estoques eram de, respectivamente, US\$ 84 bilhões e US\$ 114 bilhões³³. Para aqueles autores a crise asiática seria mais o resultado do pânico dos investidores internacionais, do que de falhas endógenas associadas ao risco moral.

O processo de liberalização financeira garantiu, como será visto na seqüência, uma ampliação dos canais de acesso aos recursos externos. A Tailândia, por exemplo,

³³ Cálculos do autor a partir de dados do BIS – www.bis.org

ao criar uma série de facilidades para a atuação dos bancos estrangeiros e internacionalização das operações dos bancos domésticos, permitiu que o setor privado não bancário diversificasse suas fontes externas de financiamento. A crise gerou uma forte contração no crédito proveniente dos bancos internacionais para as EACs. Entre junho de 1997 e junho de 2000 houve uma redução em US\$ 112 bilhões dos seus haveres na região em crise.

3. 19 Haveres dos Bancos BIS Por Tomador Final, 1985-2000 (%)



Fonte: BIS Consolidated International Banking Statistics. Elaboração do Autor

A seguir, detalhar-se-ão os pontos mais relevantes das transformações institucionais nas EACs.

Tailândia

Crescimento e fragilização externa marcaram a Tailândia dos anos 1990. Entre 1990 e 1996, a renda média cresceu mais de 7% ao ano. Contudo, a forte expansão dos investimentos refletiu-se no acúmulo de déficits em conta corrente, que atingiram a casa dos 8% do PIB no biênio 1995-1996.

Isto foi possível pois a liberalização da conta corrente havia iniciado já na década de 1980. Em 1990, esse processo já estava concluído e, então, partiu-se para a abertura da conta capital. Em 1996, quase todas as restrições à livre movimentação de recursos financeiros haviam sido eliminadas. Foi adotado um regime cambial do tipo *hard peg*, com a fixação da taxa de câmbio, que visava reduzir a percepção do risco cambial por parte dos investidores externos. No *front* interno, liberou-se, no início dos anos 1990, a taxa de juros e a alocação do crédito pelo sistema bancário. Ainda que não houvesse mecanismos formais de seguro de depósito, a memória dos agentes estava marcada pela crise bancária de 1983, quando o governo limitou as perdas dos depósitos, mesmo nas instituições financeiras não bancárias (Lindgren et al., 1999, World Bank, 2000b)

O marco decisivo deste processo de liberalização financeira foi a criação do *Bangkok International Banking Facility* (BIBF), em 1993. A intenção era transformar Bangkok em um centro financeiro internacional capaz de rivalizar com Hong Kong e Cingapura e, com isso, atrair recursos externos capazes de sustentar sua vigorosa expansão econômica. Em março de 1993, 46 instituições domésticas e estrangeiras receberam autorização para operar negócios internacionais na praça de Bangkok³⁴, com incentivos tributários e facilidades regulatórias. Em 1994, permitiu-se que estas instituições abrissem filiais fora de Bangkok e emitissem certificados de depósitos negociáveis.

A existência de acordos tributários bilaterais, entre Japão e Tailândia, criava um forte incentivo para que os bancos japoneses, detentores de 25% do mercado do BIBF,

emprestassem para as empresas tailandesas. Isto porque, foi dado aos bancos japoneses o direito de compensar os impostos pagos sobre empréstimos, em divisas, para as empresas locais, contra outras rendas de suas matrizes no Japão. Reduziu-se, com isso, o *spread* dos empréstimos. Além disso, facilitou-se a transformação de escritórios de bancos estrangeiros em filiais plenamente operacionais do ponto de vista regulatório. O único critério para a concessão deste direito era o volume de empréstimos da instituição.

Estes incentivos facilitaram o acesso ao financiamento de curto prazo, em divisas, para as firmas domésticas (empréstimos *out-in*). A ampliação do leque das operações bancárias, em mercados *off shore*, permitiu às instituições financeiras captarem em divisas externas emprestando os recursos em moeda local. Em 1996, os empréstimos em divisas dos bancos comerciais atingiram a cifra de US\$ 31,5 bilhões ou 17% do total dos empréstimos (World Bank, 1998b:35).

Além disso, as companhias financeiras passaram a ter um papel central no processo de intermediação de recursos externos. Elas eram menos fiscalizadas que os bancos, por não poderem captar depósitos junto ao público. Por esta mesma razão, sua principal fonte de recursos eram os *commercial papers*, muito mais voláteis do que os depósitos tradicionais. Muitas destas companhias experimentaram um vigoroso crescimento a partir de 1993³⁵, operando com alta alavancagem e forte descasamento de prazos e divisas entre suas operações passivas e ativas. Pretendiam, com seu crescimento, habilitar-se à concessão de licenças para operarem como bancos.

É interessante notar que a instabilidade financeira do período 1983-1987 (nota n.12, neste capítulo) levou à adoção de medidas de fortalecimento institucional, entre as quais destaca-se a criação do Fundo de Desenvolvimento de Instituições Financeiras, com o objetivo de reestruturar, desenvolver e dar suporte financeiro às instituições fragilizadas. Estruturado dentro do Banco da Tailândia, mas com personalidade jurídica e organização independente, este Fundo foi incapaz de lidar com a vulnerabilidade de um sistema financeiro em rápida expansão (Lindgren et al., 1999).

³⁴ Lindgren et al. (1999:94) informam que em dezembro de 1996 a BIBF contava com 45 instituições financeiras, das quais 15 bancos comerciais nacionais, 11 filiais de bancos estrangeiros que já operavam na Tailândia e 19 outros bancos estrangeiros.

³⁵ Em 1997 a estrutura do sistema financeiro da Tailândia contava com 29 bancos privados comerciais, dos quais 14 eram nacionais e 15 estrangeiros, que detinham algo em torno de 65% dos ativos. Todavia, haviam mais de mil instituições financeiras, de diversos tipos, entre as quais as companhias financeiras, que detinham 21% dos ativos (IMF, 1998c:17). O Banco Mundial (World Bank, 1998b:36), informa, para este mesmo período, a existência de 108 financeiras e companhias seguradoras.

A redução da qualidade das carteiras dos bancos e financeiras³⁶ não foi contrabalançada com uma melhoria no perfil das reservas e da adequação do capital³⁷. Além disso, estes autores apontam algumas deficiências regulatórias que teriam permitido esta deterioração: (i) a inadequação das normas de classificação de créditos, provisionamento e contabilização, permitia, por exemplo, que se mascarasse a qualidade das carteiras das financeiras - estas lastreavam o valor dos seus ativos em colaterais sobre-valorizados; assim, quando os ativos apresentavam problemas de realização, não eram reclassificados para um nível de maior risco, mantendo a instituição nos limites prudenciais de capital; (ii) da mesma forma, permitia-se a contabilização dos juros de empréstimos problemáticos, o que criava lucros artificiais; (iii) não haviam limites prudenciais para a concessão de empréstimos, tanto do ponto de vista setorial, quanto de tomadores individuais – isto permitiu uma superexposição aos investimentos no setor imobiliário; (iv) por fim, a fragmentação do arcabouço supervisorio reduzia a efetividade da fiscalização – o Ministério das Finanças compartilhava com o Banco da Tailândia o poder regulatório.

Coréia do Sul

A Coréia também passou por um aprofundamento de seu processo de liberalização financeira nos anos 1990, marcado, sobretudo, pela criação de um viés de incentivo ao endividamento de curto prazo em divisas externas, via intermediação de instituições financeiras. Isto ocorreu pois: (i) os empréstimos de curto prazo para bancos e corporação foram liberados, ao passo que os de longo prazo, especialmente os créditos de fornecedores e os títulos privados estrangeiros, permaneciam restringidos; (ii) 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, na ordem de 10% a 15%; (iii) os empréstimos externos das instituições

³⁶ Além das estimativas reportadas na tabela 3.2, Lindgren et al. (1999:94) apontam que a inadimplência dos bancos passou de 7,2% - final de 1995 – para 11,6% - em maio de 1997; enquanto nas financeiras este indicador pulou de 6% - final de 1996 – para 12% - maio de 1997. As estimativas de mercado apontavam uma deterioração maior, na ordem de 15%, às vésperas da crise. Isto seria o resultado das práticas pouco rígidas de contabilização. Além disso, a maior parte dos ativos das financeiras estavam relacionados com investimentos imobiliários.

³⁷ Trabalhava-se com uma taxa de adequação de capital de 8%. A média efetiva de mercado estava ao redor de 9%, sendo, todavia, insuficiente para fazer frente às fragilidades acumuladas (ADB, 2000). Lindgren et al. (1999) informam que as regras de provisionamento eram muito frouxas, de modo que não exigia-se a provisão para créditos não colateralizados vencidos há menos de 6 meses. Somente em março de 1997, se passou a exigir um provisionamento, *ex ante*, de 2%.

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

No mercado doméstico a liberalização iniciou em 1991, com o anúncio de um plano de desregulamentação da taxa 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. Entre 1994 e 1995, 24 companhias financeiras foram transformadas em *merchant banks*, e permitiu-se que os bancos abrissem 28 novos escritórios e filiais em praças *off shore*. Este 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, mantinham-se como intermediários privilegiados. Este diferencial, segundo os operadores de mercado, derivaria da crença, generalizada, de que os bancos teriam proteção implícita dos governos (ADB, 2000b, Claessens et. al., 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 – passou de US\$ 40 bilhões em 1993 para US\$ 160 bilhões, em setembro de 1997 (Lindgren et al., 1999:69)³⁸. Além disso, 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 enquanto 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 nos 1980, as A.M.s tenham introduzido limites prudenciais de exposição dos bancos aos empréstimos para as corporações, bem como

³⁸ Este autores também mostram que os empréstimos bancários tiveram um crescimento exponencial na véspera da crise, passando de US\$ 15 bilhões em 1994, para US\$ 108 bilhões no final de 1996 – dos quais 70% com prazo de maturação inferior a 1 ano.

limites mínimos (no início de 1/3) 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 somavam-se 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. Por outro lado, 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 no Acordo da Basileia (ADB, 2000). Introduziu-se, neste mesmo ano, o sistema CAMEL³⁹ enquanto 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 e que cobriria perdas eventuais de até 20 milhões de *wons* (US\$ 23,5 mil) por depositante.

Para Lindgren et al. (1999) estas reformas foram insuficientes diante da fragilidade do sistema de supervisão e de outras normas regulatórias, onde: (i) a supervisão era fragmentada, com os bancos comerciais estando sob a responsabilidade de um conselho monetário composto pelo Banco Central e 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; (ii) isto criou espaço para as divergências regulatórias descritas anteriormente, criando um prêmio de risco não negligenciável na arbitragem; (iii) 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; (iv) o sistema de classificação de crédito e provisionamento seria pouco

³⁹ Sistema de *rating* utilizado na classificação de instituições e/ou ativos, que baseia-se em um conjunto de critérios de desempenho econômico financeiro e gerencial: *Capital, Asset, Management, Equity, Liquidity*.

rígido no sentido de traduzir a qualidade da carteira das instituições e, assim, minimizar o risco de crises⁴⁰; (v) as regras de contabilização não se orientavam pelo ajuste dos ativos pelos seus preços de mercado, permitindo que os bancos não registrassem suas perdas; (vi) nem, tampouco, exigiam das instituições financeira balanços consolidados; (vii) 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; deu-se um prazo de 3 anos para que as instituições se adaptassem, prorrogado por mais 3 anos, entre 1994 e 1997; (viii) todavia os limites de empréstimos aos *chaebols* era mais largo, sendo controlado, em cada banco, pela ASB; em 1997, às vésperas da crise, tornou-se esse limite mais rígido, de modo que os bancos só poderiam emprestar e garantir até 45% de seu capital à matriz do conglomerado e suas coligadas e controladas; os *merchant banks* tinham esse limite em 150%. Lindgren et al. (1999:70) 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 Autoridades Monetárias.

A gestão macroeconômica dos ingressos de capital teria estimulado ainda mais a busca de *funding* em divisas. Para evitar as pressões inflacionárias, as Autoridades Monetárias esterilizavam parte dos capitais que entravam e, simultaneamente, permitiam uma certa apreciação cambial. A manutenção de um diferencial significativo entre a taxa de juros interna e a externa – em dólares - em um ambiente de maior liberdade para as movimentações de capital e de estabilidade cambial, tornava extremamente atraente o endividamento externo. Além disso, na avaliação do Banco Mundial (World Bank, 1998b e 2000b), a internacionalização da intermediação financeira era levada à cabo por instituições que não possuíam a necessária experiência na análise de crédito e gestão de risco, que a nova realidade econômica impunha⁴¹.

⁴⁰ Os créditos só eram considerados problemáticos quando em atraso de mais de seis meses. Ainda assim, a publicação do montante de empréstimos podres, excluía aqueles que tinham colaterais. Assim, por exemplo, em 1996, a inadimplência era de 0,8% sem estes créditos em atraso mas colateralizados, e de 4,1%, computado-se tais créditos. O sistema de classificação dos créditos baseava-se em dois critérios: (i) o desempenho do empréstimo (se era honrado, e de que forma); (ii) e a existência de garantias. A capacidade de pagamento não era avaliada. Não se esperavam perdas acima de 2%, em média, de modo que qualquer provisionamento superior a este *benchmark* não era passível de incorporação ao resultado dedutível de impostos. Isto teria estimulado um baixo provisionamento que, em termos gerais, equivalia a menos de 2% do montante de créditos no final de 1997 (Lindgren et al., 1999:70)

⁴¹ Lindgren et. al. (1999) notaram que nas EACs houve um maior crescimento relativo das instituições financeiras não bancárias, caracterizadas por estarem mais carregadas de ativos de alto risco e, portanto, mais expostas a um declínio na qualidade dos ativos e às alterações na avaliação dos investidores e depositantes. “As instituições

Este seria o legado do período desenvolvimentista, quando o sistema financeiro doméstico estava pouco exposto a um ambiente de maior concorrência (Noland, 1996, Lindgren et. al, 1999). Por decorrência, acentuou-se o problema de descasamento de prazos e moedas entre as operações ativas e passivas (Yoshitomi & Shirai, 2000). Isto tornou-se tão mais grave, na medida em que o *boom* de investimento das corporações estava associado a uma forte alavancagem financeira e rentabilidade decrescente⁴².

Indonésia

Ao contrário da Tailândia e Coréia, a Indonésia iniciou sua liberalização financeira já na década de 1970, com o intuito de reduzir o comportamento *rent seeking* dos agentes econômicos (World Bank, 2000b). Os tetos para a taxas de juros domésticas foram eliminados em 1984. Em 1988, flexibilizou-se os requisitos de capital mínimo e de reservas, como forma de estimular a entrada de estrangeiros no sistema financeiro e a criação de novos bancos. O sistema financeiro da Indonésia é fortemente dependente dos bancos, que, em 1996, detinham 84% do total dos ativos – dos quais 37% eram de bancos estatais, 39% de bancos comerciais domésticos e 8% de bancos estrangeiros (IMF 1998c: parte II, p.17). Depois de 1988, o relaxamento das normas bancárias permitiu uma forte expansão do sistema⁴³.

Por outro lado, apesar da liberalização financeira, os custos de captação na Indonésia eram sistematicamente maiores que nas praças *off shore*. Por conta destes dois fatores, as corporações locais buscaram *funding* diretamente no exterior, através de bancos estrangeiros, sem, contudo, o cuidado da adoção de *hedge* cambial. Isto seria o resultado da política de câmbio fixo que vigorou até 1994, quando foi substituída pela adoção de um sistema de bandas, com margens de variação bastante estreitas.

financeiras não bancárias tem crescido muito fortemente e, em anos recentes, foram favorecidas por uma facilidade de licenciamento (Tailândia) e redução nas restrições de funcionamento, incluindo a diminuição nos requisitos de capital (Coréia e Filipinas), com relação aos bancos comerciais.”(*idem*:12). Por isso mesmo, foram os *merchant banks* (Coréia) e as financeiras (Tailândia) as primeiras a falirem. No caso coreano, é interessante notar que em 1980 os bancos detinham 71% dos depósitos, proporção que reduziu-se à 30% em 1996. Este espaço foi ocupado por companhias de investimento, seguradoras, e outras instituições financeiras não bancárias (*idem*).

⁴² Além das evidências apontadas nos itens anteriores deste capítulo, o Banco Mundial (World Bank, 2000b:24) estima que a taxa de lucro depois do pagamento de impostos das corporações coreana caiu de 4% do PIB na média do período 1989-95, para 2% em 1996, ao passo que, os seus empréstimos cresceram de 4% do PIB na média de 1989-1995, para 18% em 1996.

⁴³ O número de bancos passou de 111, em 1988, para 240, em 1994. Neste ano, estabilizou-se esta expansão, dada a ampliação da capital mínimo exigido para a constituição de um banco – de 10 bilhões, para 50 bilhões de rúpias. Com aquela flexibilização muitos conglomerados industriais e comerciais abriram bancos próprios. Por outro lado, permaneciam restrições à participação de instituições estrangeiras, que, desde o final dos anos 1960 até 1999, só recebiam permissão de operarem na forma de *joint ventures*, com participação limitada à 85% do capital, ou pela compra, no mercado acionário, de até 49% das ações de bancos locais (Lindgren et al., 1999:55)

Lindgren et al. (1999) apontam a existência de graves fragilidades estruturais: com um grande número de bancos, e um padrão consolidado de propriedades e garantias cruzadas, reduzia a transparência sobre os detentores de ativos e a qualidade dos portfólios. Ainda que os bancos domésticos fossem obrigados a direcionar 20% do seu crédito para pequenas e médias empresas, e os bancos estrangeiros, 50% dos empréstimos ao setor exportador, verificou-se, às vésperas da crise, uma significativa concentração das carteiras das instituições financeiras em investimentos imobiliários e ações – chegando a 20% do total dos empréstimos, em 1997.

Desde 1988, os bancos comerciais foram severamente limitados a atuarem, diretamente, em operações de *leasing*, capital de risco, comercialização de *securities* e gestão de investimentos. Porém, podiam atuar indiretamente, pela constituição de instituições específicas. Isto teria contribuído para a ampliação da exposição de risco dos bancos, que se engajaram naquelas atividades através de subsidiárias, ampliando a falta de transparência sobre a solvência corrente. As regras de regulação e supervisão do sistema bancário foram modificadas no início dos anos 90, tornado-se mais rígidas⁴⁴, sem, contudo, traduzirem-se em um sistema efetivo de supervisão (World Bank, 2000b:23).

Malásia

A Malásia apresentava uma situação econômica aparentemente sólida em 1996. O crescimento médio ao longo da década era de quase 9% ao ano. A inflação baixa convivia com um equilíbrio fiscal consistente. Havia uma reversão na deterioração das contas externas, com a queda do déficit em conta corrente. Sua posição externa era líquida e o endividamento de curto prazo relativamente menor do que as demais EACs (tabela 3.1).

Porém, o país não resistiu às pressões da crise regional. Os bancos predominavam na estrutura do sistema financeiro malaio, característica comum aos países da região. Ao longo dos anos 1990, ampliou-se as margens de operação das financeiras e dos *merchant banks*, sem, contudo, um estreitamento regulatório, o que permitiu operações de arbitragem dos agentes econômicos, que defrontavam-se com

⁴⁴ Adotou-se o sistema CAMEL para determinação do risco, aprimorou-se as regras de classificação dos empréstimos e provisionamento, tornaram-se mais claros os procedimentos em caso de falências, etc..

maiores dificuldades operacionais nos bancos comerciais. Se, por um lado, havia restrições à propriedade estrangeira – limitada a 30% do capital da instituição - e à atuação dos bancos estrangeiros, por outro, o sistema financeiro contava com um mercado *offshore* na região de Labuan, sujeito a uma regulação especial⁴⁵.

Deve-se ressaltar que existiam sólidos indícios de fortalecimento do sistema financeiro. A inadimplência estava em queda⁴⁶, os requisitos de capital acima do padrão mínimo do Acordo da Basileia – 8% como norma e 11,4% como média efetiva de mercado, em 1996 (ADB, 2000) – e o provisionamento dos bancos comerciais em elevação – de 0,75% do estoque de empréstimos em 1990, passou para 2%, em 1996.

Porém, o crédito ao setor privado crescia a uma taxa anual média de 30%, direcionando-se, sobretudo, para o financiamento da compra de imóveis e ações (Lindgren et. al, 1999:80). A liquidez da economia, medida pela relação M2/PIB, ampliou-se sensivelmente, passando de 60% em 1989, para 100%, em 1997 (gráfico 3.8). Esta situação, associada aos indícios de crescente instabilidade regional, levou o Banco Central, em abril de 1997, a limitar os empréstimos para a aquisição de imóveis (20% do total) e ações. Em outubro, com a crise em desenvolvimento, estas regras foram estreitadas e o *Bank Negara Malaysia* determinou que as instituições financeiras programassem uma queda gradual do volume de crédito (ADB, 2000).

A crise bancária da segunda metade dos anos 1980 (nota n.11, neste capítulo) forçou o aprimoramento das regras de regulação e supervisão bancária. Em 1989 foi introduzida uma nova lei bancária e, em 1994, o *Bank Negara* fez uma ampla revisão de suas normas prudenciais. A Lei das Instituições Bancárias e Financeiras ampliava o poder regulatório e de supervisão do Banco, porém, em simultâneo, garantia a possibilidade de intervenção do Ministério das Finanças em situações individuais. Tal poder parece não ter sido exercido, especialmente para o favorecimento de grupos ou indivíduos politicamente relacionados ao governo, como admite o próprio *staff* de pesquisa do FMI (Lindgren et. al, 1999:81). A crise precipitou uma significativa reforma estrutural (capítulo 5, nesta tese).

⁴⁵ Sob responsabilidade Autoridade dos Serviços Financeiros Offshore de Labuan.

⁴⁶ Para bancos e financeiras a inadimplência que chegou a 20% em 1990, estava entre 4% e 5%, em 1996 (Lindgren et al., 1999:80 – ver também a tabela 3.2). O Banco Asiático de Desenvolvimento estimou em 4,1% a inadimplência do sistema financeiro às vésperas da crise (ADB, 2000).

Filipinas

Dentre as EACs, Filipinas foi o país relativamente menos afetado pela ruptura da região, sendo, igualmente, o de desempenho econômico mais medíocre, ainda que, às vésperas da crise, tenha mostrado uma aceleração no crescimento, em um contexto de queda da inflação, melhoria fiscal e ampliação da entrada de capitais. Sua conta corrente estava em deterioração, com um déficit de 5% do PIB, contra uma média de 3,4% dos anos anteriores (tabela 3.1). Todavia, seus indicadores de liquidez externa e de desempenho corporativo eram relativamente mais confortáveis. A desvalorização do *bath* tailandês aprofundou a tendência de instabilidade nos mercados cambial e de ativos, que já se manifestava no primeiro semestre de 1997, tendo causado um movimento de retração dos capitais externos (tabelas 3.1 e 3.2). A crise atingiu o país em meio um processo acelerado de liberalização financeira, que engendrou um forte crescimento dos empréstimos⁴⁷ e um aprofundamento financeiro, expresso no fato de que a relação M2/PIB praticamente dobrou nos anos 1990 (gráfico 3.8).

As regras de adequação de capital foram estreitadas para permitir o convívio com o aprofundamento do sistema financeiro. Enquanto nas demais EACs aquela estava ao redor de 8%, nas Filipinas era de 10%. Este limite mínimo legal, gerava, na prática bancária, uma taxa de adequação média de 16%, dando uma folga maior às instituições filipinas (ADB, 2000).

Porém, no início dos anos 1990 esse indicador era mais sólido – chegou a 19,3% em 1993 (Lindgren et al., 1999:88). Existia um mecanismo formal de seguro de depósito e a inadimplência era menor que na Tailândia, Indonésia e Coreia, segundo algumas estimativas⁴⁸, ou dentro da média das EACs em outras (tabela 3.2). Por outro lado, o incremento no influxo de capital foi estimulado, intencionalmente, pela política tributária. Os bancos pagavam menos impostos no repasse de empréstimos em divisas, do que nos empréstimos em moeda doméstica, o que gerou uma exposição maior ao risco cambial (Lindgren et al., 1999:9)⁴⁹.

⁴⁷ Os depósitos e empréstimos do sistema bancário cresceram, respectivamente, 27% a.a. e 35% a.a. entre 1993 e 1996 (Lindgren et al., 1999:88)

⁴⁸ O Banco Asiático de Desenvolvimento (ADB, 2000) estimou a inadimplência das Filipinas em 4,7 no final de 1995; contra 27% na Tailândia, 9% na Indonésia, 6% na Coreia e 4% na Malásia.

⁴⁹ Em 1990 os depósitos em moeda estrangeira equivaliam à 3% do total dos depósitos. Às vésperas da crise, mais de 50% deles eram em moeda estrangeira. Os depósitos em divisas cresceram a uma taxa média de 38% a.a. entre 1994 e 1996. Isto foi uma decorrência dos incentivos tributários: (i) depois de um longo período de isenção, os empréstimos em moeda estrangeira passaram a pagar 7,5% de impostos sobre os ganhos financeiros, contra um pagamento de 20% sobre os empréstimos em pesos. Além disso, os depósitos em peso estavam sujeitos à reserva compulsória, não remunerada, ao passo que os em divisas, não. As movimentações dos depósitos em divisas com

Há um relativo consenso de que as Filipinas experimentavam um processo de aprimoramento de suas normas de supervisão bancária (ADB 2000e 2000b, World Bank, 1998b e 2000b). Porém, em um ambiente de liberalização crescente aquelas mostraram-se insuficientes. Tanto mais, na medida em que a fiscalização era mais frágil do que as regras de regulação. Do ponto de vista das regras de provisionamento e classificação dos empréstimos, a maior vulnerabilidade vinha do fato de que, até a crise, não se exigia provisionamento de ativos com colaterais – com atraso de até 3 meses - ou que tivessem “denominação especial”⁵⁰. A regulação dos ajustes das carteiras de *securities* dos bancos era semelhante às práticas norte-americanas, porém com uma diferença fundamental: o ajuste no valor contábil dos ativos não guardaria uma relação tão estreita com o seu valor de mercado, possibilitando a maquiagem de eventuais perdas.

A falta de transparência nas informações econômicas dificultava a avaliação correta da solvabilidade das instituições. Os bancos com ações no mercado de capitais, eram obrigados a publicar, trimestralmente, seus balancetes. Porém, não exigiam-se dados sobre inadimplência, classificação de risco dos ativos e provisionamento. Bancos não listados no mercado acionário estavam isentos de publicar seus balanços e balancetes. As auditorias externas não eram obrigadas a informar fatos relevantes para o Banco Central, fragilizando a sua supervisão. Além disso, para efeito de supervisão e adequação de capital, o *Bangko Sentral ng Pilipinas* não consolidava os balanços das instituições financeiras, integrando os ramos não financeiros das *holdings* e, mesmo, as diversas empresas financeiras de um mesmo grupo.

3.3 Uma ou Várias Crises?

Houve uma ou várias crises no PA? A instabilidade regional refletiu as falhas estruturais do “modelo asiático” ou foi provocada pelo pânico e contágio que se seguiu à queda do *bath*? Ela era inevitável, dada a fragilidade dos fundamentos? Ou foi gerada por profecias auto-realizadas? Estas questões dividiram os esforços analíticos e

não residentes ou com instituições *off shore* não pagavam tributos. As mesmas movimentações entre residentes, de depósitos em moeda estrangeira ou nacional, pagavam impostos (Lindgren et. al, 1999:88).

⁵⁰ A fiscalização do Banco Central considerava que ausência de problemas documentais e/ou quando havia garantia de terceiros os empréstimos poderiam ser classificados em “denominação especial”, isentando-se de provisionamento.

empíricos de busca de evidências sobre as causas da crise. No capítulo 4 detalhar-se-ão seus desdobramentos no *front* teórico. Aqui, procurar-se-á marcar algumas evidências que sustentam os distintos modelos explicativos que emergiram no pós crise.

Para Radalet & Sachs (1998) as EACs experimentaram uma forte contração de liquidez causada pelo pânico dos investidores e incapacidade de coordenação no processo de socorro financeiro⁵¹. O pânico seria “(...) um exemplo de equilíbrio adverso em que os credores de curto prazo repentinamente afastam seus empréstimos de devedores solventes” (p.5), ao passo que o socorro desordenado ocorreria “quando um devedor ilíquido ou insolvente provoca uma corrida pela conquista de credores e uma liquidação forçada mesmo que o devedor valha mais como uma empresa em funcionamento. (p.6)”. As fragilidades nos fundamentos econômicos e as falhas institucionais, públicas e privadas, também teriam contribuído para a crise. Porém, sua magnitude e imprevisibilidade tenderiam a afastar a idéia de uma trajetória insustentável e com tendência de ruptura.

Que evidências são apresentadas para sustentar o argumento da “crise de liquidez gerada pelo pânico” e rejeitar a culpa exclusiva do “capitalismo clientelista”, nos termos de Krugman (1998) e Corsetti et. al. (1998, 2000)? Radalet & Sachs (1998) sugeriram que: (i) o passado de sucesso seria a evidência mais sólida de que as EACs não seriam economias disfuncionais; (ii) a crise não foi antecipada pelo mercado, pelos acadêmicos e, *ex post*, pelos modelos correntes de crise financeira⁵²; (iii) em

⁵¹ Trabalhando com as estimativas iniciais do Institute of International Finance (IIF) eles constataram que os fluxos de capitais contraíram-se o equivalente a 11% do PIB conjunto das EACs ou US\$ 105 bilhões, dos quais US\$ 77 bilhões de recursos bancários, US\$ 24 bilhões de carteiras de ações, US\$ 7 bilhões de IDE e US\$ 5 bilhões de empréstimos não bancários. As nossas estimativas, baseadas nos dados do FMI, apontaram para uma reversão de 8% do PIB.

⁵² Os autores mostram que, com exceção dos mercados acionários da Tailândia e Coréia, que passaram por um *stress* em 1996 e início de 1997, o capital privado continuou entrando nas EACs. Da mesma forma, os prêmios de risco país sinalizavam no sentido oposto a uma situação de crise. Os *spreads* sobre os títulos do tesouro dos EUA foram menores, entre 1996 e 1997, do que os de 1995, quando da crise mexicana. A Tailândia, por exemplo, manteve seu *spread* em 43 pontos base no final de 1996; e, em agosto de 1997, depois do início da queda do *bath*, ainda estavam abaixo de 80 pontos. Radalet & Sachs (1998) reportam que a *Moody's* e a *Standard & Poors* só rebaixaram a classificação de risco das EACs **muito depois** da eclosão das “crises”. A classificação da *Euromoney Country Risk* entre 1993 e 1997 (março) sinalizava uma melhora do risco país nas Filipinas e Coréia. Depois de setembro de 1997, somente as classificações da Coréia e Tailândia foram rebaixadas. Em agosto de 1997, o banco de investimento Goldman Sachs sinalizava para um queda suave no câmbio e nas exportações da região, nada que remetesse a uma ruptura severa. Além disso, as previsões de crescimento no pós crise pelos órgãos oficiais não incorporaram uma perspectiva de crise profunda, indicando que os fundamentos reais não seriam tão distorcidos. Os fundamentos fiscais, monetários, de produção e externos, normalmente utilizados nos modelos de crise estavam, em geral, adequados. Alguns sinais preocupantes seriam: a relação dívida de curto prazo/reservas, que estava (julho de 1997) em 2 na Coréia, 1,4 na Tailândia, 1,2 na Indonésia, 0,8 nas Filipinas e 0,6 na Malásia. Ainda assim, este índice de iliquidez também estava acima de 1 em outros países, como Argentina, México e África do Sul. Para os

decorrência dos anteriores, os investidores continuaram colocando dinheiro na região, mesmo em meio à crise; (iv) e mais, em setores onde não seria correto supor-se a existência de garantias implícitas (como o setor privado não financeiro), conforme destacou-se no item 3.2.3.

O efeito contágio⁵³ e os erros de política também explicariam a ruptura, especialmente o aumento de juros associados aos pacotes de socorro financeiro liderados pelo FMI. Neste sentido, a Indonésia seria um caso exemplar para os autores. Conforme pode ser constatado na tabela 3.1, em 1996, na comparação com as demais EACs, o país tinha o menor déficit em conta corrente com relação ao PIB, crescimento nas exportações e superávit nas contas públicas. Além disso, as obrigações externas dos bancos comerciais – equivalentes a 5,6% do PIB – eram as menores da região. Não houve falências de empresas de maior porte, financeiras ou não, como na Coreia e Tailândia, e o mercado acionário, em 1997, mostrava-se moderadamente altista (gráfico 3.13). O governo, depois da queda do *bath*, havia ampliado a banda de flutuação da rupia e cancelado 150 projetos de investimento. Pretendia-se evitar a perda inútil de reservas e a fuga de capitais. Ainda assim, em setembro a crise tornou-se inevitável. A fuga em manada dos investidores da região levou o país à mais severa das recessões. Radalet & Sachs (1998, 1998b, 1999) sustentam que o acordo assinado com o Fundo em 31 de outubro, ampliou as incertezas quanto à solvência do sistema bancário, levando a um agravamento na fuga de capitais.

Radalet & Sachs (1998b) testaram a hipótese de crise gerada pelo pânico racional, ou seja, por uma súbita mudança de expectativas dos credores com respeito

autores tal indicador revelaria o grau de fragilidade externa, **podendo** gerar “pânico”, sem ser um determinante irreversível de crise.

⁵³ Baig & Goldfajn (1998) identificaram a ocorrência de efeito contágio na crise asiática. Utilizando dados diários para o período 1995-1998, os autores testaram o movimento conjunto dos mercados financeiros (câmbio, ações, *spreads* de risco e juros). O movimento conjunto dos *spreads* nas EACs sinalizou a existência de correlações positivas e significativas – com correlações entre 0,51 (Tailândia-Malásia) até 0,91 (Malásia – Indonésia). Identificou-se um forte contágio entre Tailândia e Indonésia, evidência que reforça o argumento de Radalet & Sachs (1998, 1998b). O FMI também buscou evidências empíricas do contágio nas crises recentes (IMF, 2001). Definiu-se contágio como a tendência de movimento conjunto entre os *spreads* dos mercados emergentes (utilizando o índice EMBI): quanto maior a correlação, maior o contágio (**compras** ou **vendas** em bloco). Entre 1994 e 2000, usando os dados diários, encontrou-se uma correlação de 0,51 para o conjunto dos mercados emergentes. Na crise asiática a correlação atingiu 0,92, a mais alta no período. Park & Song (2000) também encontraram evidências de contágio: “a crise do leste asiático deve ser atribuída, em grande medida, à reação de pânico e ao comportamento de manada dos investidores externos, mais do que à deterioração dos fundamentos; e, por esta razão, a crise na Tailândia foi muito mais contagiosa do que outras.” (p. 3)

ao comportamento dos demais credores, a partir de três pressupostos: (i) as EACs seriam solventes, ou seja, poderiam honrar suas dívidas em divisas; (ii) os ajustes nas taxas de câmbio poderiam ter sido realizados sem crise financeira; (iii) os mercados cambiais e financeiros fizeram um *overshooting* no final de 1997⁵⁴. Em uma análise de painel com 22 países e dados referentes ao período 1994-1997, constataram que o *boom* creditício e a iliquidez externa (relação dívida externa de curto prazo/reservas) seriam os principais determinantes da crise. A corrupção, relativamente maior nos emergentes, não diferenciaria os países com e sem crise⁵⁵.

Furman & Stiglitz (1999) procuraram testar a validade dos argumentos que associaram a crise com um padrão idiossincrático de relações Estado e Mercado, bem como o seu caráter inevitável. Os autores replicaram os modelos então usuais de *early warning* e de crises cambiais e bancárias e testaram a idéia do “capitalismo clientelista”. Os testes não revelaram evidências de que os modelos usuais seriam capazes de antecipar ou explicar a crise, nem de que a corrupção seria seu determinante central, a partir de uma análise *ex ante*⁵⁶. Assim, assumiram a perspectiva

⁵⁴ Hipótese consistente com a análise empírica de Kaminsky & Schmukler (1999).

⁵⁵ Os autores definiram crise financeira com uma súbita reversão na entrada de capitais entre dois anos. A variável dependente assumia o valor 1 quando da ocorrência de crise e 0 no caso contrário. As variáveis explicativas, selecionadas a partir da literatura prévia de crises com características de “pânico”, foram: (i) a relação dívida de curto prazo/reservas reportada pelo BIS, que indicaria o grau de liquidez do país do ponto de vista do credor; (ii) a relação dívida externa total/reservas, como *proxy* da solvência de longo prazo; (iii) o índice de corrupção do *Political Risk Services*. E, com um ano de defasagem: (iv) a expansão do crédito doméstico, medido como a variação entre t-4 e t-1 da relação crédito ao setor privado/PIB; (v) a relação entrada (saída) de capitais/PIB; (vi) o saldo em conta corrente sobre o PIB; (vii) variações na taxa de câmbio real. Somente as variáveis (i), (iv) e (v) mostraram-se estatisticamente significantes.

⁵⁶ Usando o modelo de Frankel & Rose (1996) - que identifica a probabilidade da ocorrência de crises cambiais em função de um conjunto de variáveis macroeconômicas e financeiras - para 104 países. com dados de 1997, Furman & Stiglitz (1999) identificaram as crises como episódios idiossincráticos com uma probabilidade de ocorrência de 7%, independentemente do “passado de crises”. Com exceção da Coreia, que não tinha dados completos, as demais EACs tiveram probabilidades de crise inferiores a 7%. O modelo de crise bancária de Demirgüç-Kunt & Detriache (1998b) considera um conjunto de determinantes macro e institucionais como indicadores antecedentes de crises bancárias: baixo crescimento, inflação e juros reais elevados, vulnerabilidade à entrada de capitais, liberalização financeira doméstica e baixa efetividade do *enforcement* da lei. Para Furman & Stiglitz (1999), as EACs caracterizavam-se por alto crescimento e baixa inflação e juros. Baseando-se nos dados do *International Country Risk Guide*, a qualidade do *enforcement* legal era considerada alta antes da crise. No modelo de Demirgüç-Kunt & Detriache (1998b) a probabilidade incondicional da ocorrência de crises bancárias seria de 4,7%. Furman & Stiglitz (1999) replicaram o modelo, incorporando os dados das EACs, encontrando probabilidades entre 1,8% (Coreia) e 3,6% (Tailândia). Todos abaixo do valor de corte. Os autores testaram o modelo de indicadores antecedentes de Kaminsky et. al. (1998) e identificaram que no máximo 3 variáveis (no caso de Coreia, Malásia e Tailândia) das 12 prognosticadas pelo modelo indicariam uma situação de *strees* pré crise. Furman & Stiglitz (1999) replicaram o modelo de Sachs et. al. (1996), criado para explicar a crise mexicana. Os autores utilizaram os dados de 1997 e 1998 e só encontraram significância estatística nos sinais corretos de crise na combinação entre *boom* creditício com fundamentos frágeis e reservas em queda. Neste sentido, houve uma aproximação com os resultados de Radalet & Sachs (1998b). Além disso, os autores correlacionaram os resultados previstos pelo modelo original com os dados efetivos das EACs. O resultado foi baixo e insignificante. Por fim, nenhum dos indicadores correntes de “corrupção” (*International Country Risk Guide*, *Standard & Poors DRI*, *International Transparency*, *World Competitiveness Yearbook*) sinalizariam que os agentes relevantes percebiam as EACs como particularmente inadequadas para investimentos.

de que a reação de pânico dos investidores teria detonado o processo de fuga de capitais, em um ambiente institucional propício. A liberalização financeira dos anos 1990 não teria vindo acompanhada do fortalecimento na regulação e supervisão.

Kaminsky & Schmukler (1999) testaram a hipótese de reação excessiva dos investidores frente às novidades econômicas e políticas⁵⁷. Entre 1990 e 1996, os mercados acionários foram altistas na região, com uma média diária de crescimento de 0,04%. Entre 1997 e 1998, tornaram-se baixistas (com exceção de Taiwan), com quedas diárias de 0,23%. Nos dias de maior *stress*, no pós crise, as quedas atingiram a média de 0,27%, porém com um desvio padrão três vezes superior, indicando aumento de volatilidade. Utilizando um detalhado levantamento das *news* mais relevantes ao longo do desenrolar da crise, e as flutuações “normais” e “anormais” no mercado acionário, os autores concluíram que houve “excesso”. Ou seja, os desinvestimentos nos mercados de capitais não estariam solidamente vinculados aos fundamentos econômicos, refletindo os comportamentos de manada e o efeito contágio⁵⁸. Tal resultado reforçaria a visão de Radalet & Sachs (1999, 1999b) e Furman & Stiglitz (1999).

Em contraposição às interpretações anteriores, Corsetti et. al. (1998 e 2000), Goldstein (1998), Krugman (1998), Kaminsky & Reinhart (1998b), IMF (1998a e 1998c), entre outros, sustentaram que a crise foi determinada por problemas nos fundamentos das EACs, ou seja: a combinação potencialmente explosiva de fragilidade econômica com incentivos políticos distorcidos. Corsetti et. al. (2000) sistematizaram os principais argumentos e evidências das explicações “fundamentalistas”. Para os autores esta linha de explicativa seria coerente com os seguintes fatos: (i) Taiwan, Cingapura e Hong Kong, com fundamentos econômicos relativamente mais sólidos e políticas mais flexíveis não sofreram tanto com a crise; (ii) os superávits em conta corrente ao longo dos anos 1990, o menor endividamento externo e o nível mais adequado de reservas, sistemas financeiros mais sólidos e menor exposição ao “clientelismo” seriam seus

⁵⁷ Os autores utilizaram os seguintes dados das EACs, Japão, Hong Kong, Cingapura e Taiwan: (i) a rentabilidade em dólares norte-americanos dos mercados acionários; (ii) as novidades econômicas e políticas geradas pela *Bloomberg*.

⁵⁸ “Nossos resultados principais indicam que algumas das maiores flutuações diárias não puderam ser explicadas por qualquer novidade substantiva, econômica ou política, mas parecem ter se originado por instintos de manada do próprio mercado. De forma interessante, nossos resultado também indicam que os rumores e preocupações não relacionados com a síntese das informações relevantes afetaram os mercados externos tanto quanto os internos, sugerindo a presença de efeito-contágio.” Kaminsky & Schmukler (1999:21).

diferenciais⁵⁹; (iii) a China não teria sido tão afetada em virtude das restrições à mobilidade de capitais; (iv) já as EACs apresentavam, em maior ou menor grau, um conjunto de desequilíbrios correntes e potenciais.

A inexistência, no caso da EACs, de problemas fiscais correntes e dilemas de política econômica associados à busca da sustentação intertemporal de objetivos contraditórios em um certo contexto macroeconômico, estimulou os autores a introduzir inovações nos modelos convencionais de crises cambiais⁶⁰ (Corsetti et. al., 1998). A racionalidade do seu modelo baseia-se na idéia do risco moral: diante de garantias implícitas de proteção contra perdas eventuais, em ambientes permissivos ao favorecimento de agentes bem conectados politicamente, os investidores teriam um forte incentivo a tomar decisões de maior risco. As garantias implícitas equivaleriam a um estoque contingencial de passivo público e, no limite, a um processo de transferência de renda dos contribuintes para o sistema financeiro. A crise cambial nada mais seria do que a antecipação de um problema fiscal futuro derivado da monetização (parcial ou total) dos custos da reestruturação financeira.

Para testar sua hipótese, Corsetti et. al. (2000) construíram um índice de crise financeira composto pela média ponderada das desvalorizações cambiais e perda de reservas para o período dezembro de 1996 à dezembro de 1997. Procurou-se identificar se esta variável seria explicada pela fragilização nos fundamentos. Nos termos do seu modelo de “risco moral”, foram fixados os seguintes índices explicativos: (i) fragilidade financeira interna, composto por duas variáveis, o *lending boom* (taxa de crescimento do crédito ao setor privado entre 1990 e 1996) e a inadimplência do setor bancário em 1996 (*proxy* do passivo contingencial do governo associado ao risco moral); (ii) fragilidade externa, com duas variáveis, o déficit em conta corrente médio do período 1994-1996 e a taxa real de câmbio; (iii) liquidez ou adequação das reservas

⁵⁹ O modelo de Corsetti et. al. (2000) foi rodado considerando os seguintes indicadores de 24 “mercados emergentes”: (i) déficit em conta corrente com relação ao PIB (média 1994-1996), onde Taiwan teve um índice de 2,9%, China, 0,8% e Cingapura, 16,5%; as EACs apresentavam resultados negativos entre 2,5% (Coréia) e 7,2% (Tailândia); (ii) *lending boom* (crescimento dos empréstimos ao setor privado, como proporção do PIB, entre 1990 e 1996), com Taiwan apresentando um indicador de 43,4%, China, 6,9% e Cingapura, 16,7%; as EACs, entre 9,6% (Indonésia) e 58% (Tailândia); (iii) inadimplência no sistema bancário, de 3,9% em Taiwan, 14% na China, 4% e Cingapura; as EACs, entre 8,4% (Coréia) e 13% a 14% (Indonésia, Tailândia e Filipinas); (iv) a relação dívidas de curto prazo sobre reserva estava abaixo de 100% na Malásia (45%), Taiwan (22%), China (27%) e Cingapura (20%); tendo atingido 850% nas Filipinas, 189% na Indonésia, 121% na Tailândia e 217% na Coreia; (v) além de dados de liquidez externa e da taxa real de câmbio, todos sinalizando uma maior fragilidade das EACs *vis-à-vis* os demais países da região.

⁶⁰ No capítulo 4 detalham-se os aspectos teóricos destes modelos e as inovações suscitadas pela crise asiática.

externas, utilizando-se as relações M1/reservas, M2/reservas e dívidas de curto prazo/reservas.

Os autores constataram que as crises seriam sistematicamente relacionadas à fragilização dos fundamentos reais e financeiros das economias analisadas. Os custos fiscais implícitos, dados pela inadimplência bancária, a fragilidade externa (déficits em conta corrente e valorização nas taxas reais de câmbio) e financeira (*lending boom* com inadimplência) explicariam adequadamente as crises nos países da amostra. As EACs, em especial, ter-se-iam mostrado muito mais frágeis. Ainda que não considerem seu exercício como demarcador de uma ruptura diante das explicações concorrentes da crise asiática – crise de pânico *versus* deterioração nos fundamentos – os autores sustentam que os custos fiscais implícitos seriam a variável explicativa mais robusta⁶¹. Wei (2000) e Wei & Wu (2001) procuraram integrar aquelas visões concorrentes, sugerindo que os países “corruptos” tenderiam a ter uma estrutura de financiamento externo marcada por uma maior dependência de instrumentos voláteis e de maturação curta, o que ampliaria a exposição ao risco de crises de pânico.

Os anteriores e as evidências apresentadas ao longo deste capítulo tendem a corroborar a visão de Jomo (2001) de que não haveria “uma” crise asiática, mas “várias” crises. As EACs possuíam níveis distintos de fragilidades: a Coreia, mesmo com problemas correntes de liquidez externa, seria uma economia muito mais sólida; Indonésia e Tailândia estavam muito mais frágeis do que Malásia e Filipinas; outras economias da região, como Taiwan, Cingapura e China, foram mais contidas em seus processos de liberalização e ficaram menos expostas externamente. Porém, o comportamento de manada do investidores internacionais – na entrada e na saída - e o efeito contágio tornaram a crise asiática, em que pesem aquelas especificidades, um evento “conjunto”. Várias crises em um único fenômeno.

⁶¹ A maior parte dos trabalhos empíricos que seguiram esta abordagem e que são destacados no capítulo 4 desta tese, chegaram a resultados semelhantes.

CAPÍTULO 4 – INFLEXÕES TEÓRICAS E POLÍTICAS

A década de 1990 reafirmou a problemática da instabilidade do processo de desenvolvimento das economias capitalistas. As recorrentes crises financeiras¹ explicitaram as fragilidades do processo de globalização e, simultaneamente, colocaram em xeque as trajetórias sustentadas de crescimento das economias asiáticas. A globalização financeira², em um contexto de crescente desregulamentação dos mercados, reintroduziu preocupações quanto ao retorno da “economia da depressão” (Krugman, 1999b), em uma clara alusão à profunda ruptura econômica e social causada pela crise de 1929. Este capítulo procura ordenar estas questões a partir da percepção de que a crise asiática tornou-se o fator catalisador central das discussões teóricas e políticas a cerca das crises financeiras e do ordenamento institucional das finanças internacionais³. Está organizado da seguinte forma: (i) inicia-se com uma discussão sobre o caráter das crises financeiras; (ii) para, então, avaliar-se como a crise asiática engendrou novas proposições teóricas de explicação das crises; (iii) o que leva ao debate em torno da reforma da arquitetura financeira internacional; (iv) e suas implicações.

¹ Considera-se **crise financeira** em um sentido amplo, que inclui crises cambiais, crises bancárias e crises de balanço de pagamentos (IMF, 1998a, Aziz et.al., 2000, Mishkin, 2001). As **crises cambiais** ocorrem quando há um ataque especulativo contra a paridade de uma moeda doméstica, que force sua desvalorização ou gere intervenções governamentais pesadas (vendas de reservas e/ou aumento substancial da taxa de juros para defesa da paridade. As crises bancárias estão associadas à suspensão da conversibilidade dos passivos bancárias que se segue a “corridas bancárias” efetivas e/ou potenciais, levando à necessidade de intervenções estatais para provisão de liquidez. E as crises de **balanço de pagamentos** originam-se da incapacidade de um país honrar o serviço de sua dívida externa, quer ela seja privada, quer seja soberana. Têm-se denominado de **crises gêmeas** os episódios onde crises cambiais e bancárias ocorrem de forma simultânea, detonando mecanismo perversos de retro-alimentação (Kaminsky & Reinhart, 1995).

² A globalização financeira refere-se à eliminação das barreiras internas entre os diferentes segmentos dos mercados financeiros, somada à interpenetração dos mercados monetários e financeiros nacionais e sua integração aos mercados globalizados (Chesnais, 1996).

³ Resgatam-se e ampliam-se argumentos desenvolvidos em trabalhos anteriores (Cunha & Prates, 1999 e 1999b), onde procurou-se mostrar que a crise asiática aparecia como um ponto de ruptura, tanto das discussões teóricas sobre as crises financeiras, quanto nas proposições políticas acerca do ordenamento das finanças internacionais. Em alguns momentos no imediato pós crise, e com o aprofundamento da instabilidade, com a moratória russa e a quebra no *Long Term Capital Management*, em 1998, e a desvalorização do Real, em 1999, chegou-se a aventar uma reforma mais profunda do sistema financeiro internacional, que sinalizasse para restrições à livre movimentação dos capitais, aumentando-se os graus de liberdade para que os Estados Nacionais pudessem realizar políticas anti-cíclicas. Porém, esta linha foi abortada, e cristalizou-se uma reação conservadora, de manutenção da descentralização e desregulamentação das políticas financeiras internacionais.

4.1 Instabilidade Financeira: Imperfeições dos Mercados ou Característica Estrutural das Economias Capitalistas?

As explicações iniciais sobre a crise asiática tenderam a se dividir em dois grandes grupos. De um lado, enfatizaram-se as deficiências internas dos países, especialmente as de natureza institucional, do funcionamento das corporações e das políticas públicas. De outro, o comportamento dos investidores internacionais que, associado a um processo descuidado de liberalização financeira, teria gerado uma dinâmica de especulação e fragilização financeira. Em ambos os casos, aspectos conjunturais como a valorização cambial, a queda no preço dos principais produtos comercializáveis, as pressões concorrenciais da China e a prolongada recessão japonesa eram, em maior ou menor grau, apontados como importantes fatores coadjuvantes.

Porém, com o tempo, muitos analistas entenderam que a crise asiática, em que pesem suas especificidades, aparecia como mais um episódio de uma seqüência de crises financeiras¹. Identificou-se, no período posterior à ruptura do padrão monetário de Bretton Woods, no início da década de 1970, uma fase de intensificação da integração internacional dos mercados financeiros, marcada, entre outras coisas, por uma crescente instabilidade. Neste contexto, a tradição do *mainstream* da Economia vê-se, com freqüência, diante da tensão provocada pela defesa do pressuposto teórico – e suas implicações normativas – da eficiência alocativa dos mercados, e a assunção da existência de crises financeiras recorrentes². Em contraponto, parte da tradição

¹ “Na verdade, a instabilidade financeira tem ocorrido em freqüência crescente desde o final dos anos 70 como evidenciam as crises bancária e de endividamento do Cone Sul na América do Sul, as crises da dívida na América Latina nos anos 80, a crise bancária e de ativos reais nos Estados Unidos, e as grandes oscilações no mercado acionário global em 1987 e 1989. A despeito do crescente predomínio de políticas macroeconômicas saudáveis e de uma maior estabilidade de preços no anos 90, as crises tem balançado os mercados financeiros em intervalos aproximados de dois anos: a crise cambial no Sistema Monetário Europeu, em 1992, foi seguida pela crise do México de 1994, e esta pela crise asiática em 1997. **Esta última crise, a despeito de suas características distintivas aparece como parte do que tem sido uma característica endêmica da economia globalizada.**” (United Nations, 1998:54 - grifos do autor). A esta seqüência de crises devemos acrescentar a crise russa, a quebra fundo americano *Long Term Capital Management*, em 1998, e a crise cambial brasileira de 1999. Esta seqüência ampliou-se, entre 2000 e 2001, em países como Equador, Turquia e Argentina.

² “Crises financeiras não são únicas dos sistemas financeiros correntes, é claro; a história está repleta de crises bancárias e cambiais” (IMF, 1998a:110). Para um exame da evolução do sistema financeiro internacional e suas várias crises, ver Eichengreen (1996). Em Kindelberger (1978) encontramos uma descrição detalhada de vários episódios de crise financeira. Sua perspectiva ressalta os aspectos irracionais e miméticos no comportamento dos agentes econômicos (as manias especulativas, seguidas de reversões de expectativas, pânico e rupturas) bem como a natureza intrinsecamente instável das economias capitalistas, e não causa grandes simpatias nos autores convencionais. Por exemplo, Krugman (1991) coloca-o em um plano inferior – junto com Minsky – na hierarquia das teorias que explicam as crises financeiras.

keynesiana assume a instabilidade financeira como um elemento constitutivo das economias capitalistas.

4.1.1 Transformações no Sistema Financeiro Internacional e a Instabilidade Sistêmica

A perspectiva de longo prazo da integração financeira internacional, marcada por ciclos recorrentes de instabilidade, foi destacada pelo Banco Mundial - BM - (World Bank, 2000). Foram identificados, ao longo dos últimos 130 anos, quatro grandes ciclos de expansão dos fluxos privados de capitais para os mercados emergentes³. O primeiro, no período de hegemonia do padrão libra-ouro, entre a década de 1870 e a Primeira Guerra Mundial, foi dominado pela utilização de títulos privados de longo prazo, que garantiram o financiamento da expansão de infra-estrutura e de novas atividades produtivas nos países de recente colonização europeia. O segundo, no entre guerras, foi alimentado pela compra de títulos públicos dos países que haviam se endividado com o conflito do início do século. Entre 1973 e 1982, assistiu-se a um terceiro *boom*, marcado pelo financiamento através de empréstimos sindicalizados, especialmente para os governos nacionais da periferia capitalista. Por fim, na década de 1990 houve uma forte ampliação dos investimentos de portfólio, através da utilização de mecanismos privados de endividamento direto – *private-to-private* -, e dos investimentos diretos externos.

Retrospectivamente, pode-se constatar que estes períodos apresentaram um conjunto de características comuns: (i) foram acompanhados de intenso crescimento do comércio e dos investimentos em âmbito internacional; (ii) bem como de inovações tecnológicas capazes de reduzir os custos de transação, em transportes e comunicações; (iii) do ponto de vista político, foram alicerçados pelo estabelecimento de condições institucionais permissivas à ampliação da mobilidade de fatores; e (iv) por fim, marcadas por crescente instabilidade cambial e financeira, especialmente nos países emergentes, desembocando, em alguns casos, em crises globais de natureza econômica e/ou política⁴.

³ O termo “mercados emergentes” designa o conjunto de países em desenvolvimento e/ou de renda média que passaram a integrar, de forma crescente, as carteiras dos investidores dos países industrializados, a partir do final dos anos 1980, início dos 1990. Com o tempo, passou-se a utilizar quase que como sinônimos “emergentes” e “em desenvolvimento”. Por simplificação não reproduzir-se-á a lista de países considerados “emergentes” em cada um dos estudos citados. Sugere-se a consulta às respectivas fontes.

⁴ “Todos os episódios passados de expansão dos fluxos de capitais para os mercados emergentes terminaram em severas crises internacionais. *Hard landings* mais do que *soft landings* têm sido a regra (...) Booms nos fluxos privados

Em suma, “... (as) ondas de capitais para os mercados emergentes têm sido, tipicamente, parte de um longo, periódico e rápido processo de expansão da economia global. Elas ocorrem quando uma ampla difusão de mudanças tecnológicas aprimora as comunicações e transportes, o crescimento é animador, o comércio mundial está em expansão, as inovações financeiras são rápidas, e o clima político lhes dão sustentabilidade.” (World Bank, 2000:119, grifos no original). Parte disto pode ser constatado na tabela 4.1. As estimativas do BM apontam que os ciclos de expansão da entrada de capitais nos mercados emergentes ocorreram em um contexto de crescimento da produção e do comércio internacional.

4.1 Indicadores Selecionados dos Principais Países Tomadores nos Ciclos de Expansão de Empréstimos (% do PIB)

Indicador	1890–1913	1920s	1975–81	1993–97
Déficit em Conta Corrente	3,8	3,0a	3,5	2,3
Fluxos Privados de Capitais de Longo Prazo	„	„	3,9	4,3
Exportações	4,0b	6,2 b	10,1	17,3
Memória				
Produção Mundial (tx. Média de crescimento anual, %)	2,7	4,0c	4,0d	3,0e
Comércio Mundial (tx. Média de crescimento anual, %)	3,4	6	9	7,7
Déficit em Conta Corrente (% dos Investimentos)	25-33 f	„	15,3	9,3

Fonte: World Bank, Global Development Finance, 2000, p.121.

Nota: Os principais países devedores são definidos de forma diferente em cada período.

(a). Dados em 1919–26; (b) Do final do período; (c) Dados em 1920–29; (d) Dados em 1973–81;

(e) Dados em 1990–97; (f) Austrália, Canadá e Nova Zelândia(„) Dados não disponíveis.

Porém, ainda que se busquem as semelhanças nestes ciclos de expansão, pode-se perceber algumas peculiaridades em cada momento. O *boom* associado ao predomínio da libra esterlina como moeda chave nas finanças internacionais iniciou na década de 1870 e foi interrompido pela Primeira Guerra Mundial. Os principais tomadores de recursos foram países com um perfil de renda, cultura e instituições muito parecido com o dos países investidores. Austrália, Canadá, Nova Zelândia e Estados Unidos concentraram a captação dos recursos dos investidores privados da Inglaterra e dos principais países da Europa Continental.

Estes investimentos vieram acompanhados de significativos fluxos migratórios e de melhorias consideráveis na infra-estrutura de transporte e comunicações. Na verdade, boa parte deles financiaram a expansão ferroviária e, em menor escala, a infra-estrutura em energia elétrica, distribuição de água e mineração⁵. Os instrumentos

de capitais têm sido pontuados por freqüentes crises bancárias e cambiais nos países receptores, e terminado, usualmente, em severas rupturas econômicas e conflitos políticos”. (World Bank, 2000:119, grifos no original)

⁵ Assim, 90% dos investimentos ingleses na Argentina, Austrália, Canadá e EUA entre 1865 e 1890 foram direcionados para as ferrovias e compra de títulos governamentais. Em 1913, 70% dos investimentos externos ingleses eram alocados para compra de títulos de governos e ferrovias (Davis & Gallman, 1999, Bordo et alli, 1998 apud World Bank, 2000). Ver, também, Eichengreen (1996)

de dívida, com pagamentos de juros fixos predominaram sobre os investimentos de portfólio, na forma de ações, e sobre os investimentos diretos⁶. Associa-se este fato às dificuldades de comunicação, que dificultavam um acompanhamento preciso da qualidade dos projetos de investimento, e a insegurança com relação aos direitos de propriedade (Bordo et. al., 1999 e Eichengreen, 1996).

Por outro lado, isto não inviabilizou o estabelecimento de uma crescente integração financeira internacional que, por alguns indicadores teria sido tão ou mais intensa que a verificada no final do século XX⁷. Na tabela 4.1 isto aparece na comparação entre o déficit em conta corrente dos principais países tomadores em cada um dos ciclos, que atingiu, em valores médios, 3,8% entre 1880 e 1913. A relação entre déficit em conta corrente e investimentos domésticos é uma *proxy* da contribuição da poupança externa para estas economias. Os dados disponibilizados pelo BM (tabela 4.1) indicam que essa contribuição foi relativamente maior no período do padrão libra-ouro e no ciclo de endividamento dos anos 1970, do que na década de 1990.

Na década de 1920 houve um arrefecimento da integração financeira internacional, como mostra a queda de 3,8% para 3,0% na relação déficit em conta corrente sobre o PIB, ainda que o comércio e a produção tenham crescido em um ritmo superior (tabela 4.1). Se no ciclo anterior, 60% dos investimentos iam para investidores privados, neste predominou a compra de títulos públicos - 62% dos investimentos britânicos e 80% dos norte americanos⁸. Isto seria o reflexo da política de financiamento do setor público, tanto por parte dos países europeus que haviam se endividado com a guerra, quanto dos países periféricos, que continuavam investindo em infra-estrutura. O crescimento real, fortemente associado à expansão norte-americana e à recuperação de alguns países europeus – notadamente a França – e o *boom* financeiro, encerraram com a crise de 1929 (Eichengreen, 1996).

⁶ O BM utiliza uma estimativa de Jonh Dunning, que indicaria que o estoque de investimento direto equivaleria a 1/3 do total de investimentos externos no período da I^a Guerra Mundial (World Bank, 2000:122)

⁷ O principal investidor internacional, a Inglaterra, chegou a exportar quase 10% do PIB, ao ano, em anos próximos à Primeira Guerra. Em 1913, 1/3 dos seus ativos estavam no exterior. França e Alemanha, tinham níveis de investimento ao redor de 50% dos britânicos. Além disso, o BM destaca uma série de trabalhos empíricos onde os indicadores de integração financeira, como correlações entre poupança e investimento, cálculos da paridade coberta de juros e medidas de mobilidade de capital, são maiores (ou semelhantes) nos períodos dos finais dos séculos XIX e XX (World Bank, 2000:121)

⁸ World Bank (2000:127 – tab. 6.4).

O BM associa a expansão de capitais nos anos 1970 à necessidade dos países em desenvolvimento financiarem suas contas externas a partir do choque exógeno que foi a forte elevação do preço do petróleo no início da década⁹. Como nos anos 1920, o setor público concentrou a maior parte das captações – 80% dos investimentos privados em 1980 (World Bank, 2000:127). Do ponto de vista quantitativo, sua dimensão teria sido semelhante a dos ciclos passados, com os fluxos privados de capitais atingindo, na média do período 1975-1981, 3,5% do PIB dos países tomadores (tabela 4.1), com um pico de 7% em 1981¹⁰. A maior parte destes recursos – 64% - veio na forma de empréstimos sindicalizados (tabela 4.2). Na década de 1990, essa situação se inverteu. Os tomadores privados passaram a responder por 67% da entrada de recursos privados¹¹, principalmente na forma de investimento direto e de portfólio. O peso dos empréstimos bancários caiu significativamente e cresceu a importância dos títulos de dívida de longo prazo (tabela 4.2).

4.2 Composição dos Fluxos Privados de Capitais em Períodos Seleccionados (% do total)

Tipos de Investimento	1973–81	1990–97
Títulos de Dívida (bonds)	3,5	15,2
Empréstimos Bancários	63,9	11,7
IDE	16,8	50,3
Portfólio	0,3	16,4

Fonte: World Bank, Global Development Finance, 2000, p.126

O BM aponta o seguinte conjunto de causas para aquelas transformações: (i) ao longo do pós Segunda Guerra prevaleceu a memória da instabilidade dos anos 1930 que, em conjunto com uma significativa regulamentação dos mercados financeiros internacionais, tendeu a reduzir o potencial de ação dos investidores individuais; (ii) em contrapartida os bancos eram vistos como portadores de melhores informações sobre os investimentos potenciais; (iii) aqueles foram favorecidos pelo aumento de liquidez internacional provocada pelo desenvolvimento do mercado de eurodólares, já anos 1960, e com os petrodólares, nos anos 1970; (iv) por outro lado, a desregulamentação nos mercados financeiros domésticos e a crescente liberalização das contas capital, o avanço das tecnologias de informática e telecomunicações e o surgimento de inovações

⁹ Não enfatizou-se o “lado da oferta”, ou seja, a compreensão de que o crescente afluxo de capitais para a periferia capitalista nas últimas três décadas do século XX esteve associado ao aumento na liquidez financeira global. Por esta ótica, o endividamento dos anos 1970 deveria ser compreendido, também, à luz do surgimento do euromercado, da reciclagem dos petrodólares, da crescente desregulamentação financeira, etc. (Eichengreen, 1996)

¹⁰ *Idem*, p.123.

¹¹ *Idem*, p.127.

financeiras, criaram, nas décadas de 1980 e 1990, o ambiente propício para o avanço das finanças diretas.

Assim, se do ponto de vista quantitativo o *boom* dos anos 1990 teria sido similar aos anteriores (tabela 4.2), do ponto de vista qualitativo mostrar-se-ia distinto. Ampliaram-se os leques de oportunidades de investimento, a partir dos avanços tecnológicos e da variedade de instrumentos financeiros mobilizáveis, bem como diversificou-se a base de países tomadores. Em 1980, somente 14% dos capitais privados direcionavam-se para os países de baixa renda¹². Este valor mais do que dobrou nos anos 1990, chegando a 29% em 1997.

Por outro lado, as disparidades de renda entre credores e devedores também cresceu. Antes da crise de 1929, a renda *per capita* dos principais países credores era, em média, três vezes maior que a dos principais devedores. Esta diferença cresce para quatro vezes em 1980 e oito vezes em 1997 (World Bank, 2000:127). Da mesma forma que nos ciclos anteriores, a década de 1990 culminou com uma seqüência de crises financeiras que tem refreado os afluxos de capitais para os países em desenvolvimento.

A UNCTAD (United Nations, 1999) chegou a um conjunto de evidências semelhantes às do BM (World Bank, 2000), ainda que tenha trabalhado com um período de tempo mais curto e com distintas agregações dos países e dos fluxos de capitais. Sua principal constatação é de que a partir dos anos 1970 houve uma profunda transformação no tamanho, composição e distribuição geográfica dos fluxos externos de capitais para os países em desenvolvimento. Em termos nominais, as entradas líquidas de capital para os países em desenvolvimento teriam aumentado 20 vezes entre 1970 e 1998. Em termos reais, utilizando-se como deflatores os índices de preços de importação, esse aumento seria sensivelmente menor, de cinco vezes.

Porém, essa entrada de capitais se tornariamais compreensível em termos relativos (tabela 4.3). Assim, dividindo sua análise em três sub-períodos 1975-82, 1983-89 e 1990-98, verificou-se que: (i) o *boom* dos anos 1970 teria sido semelhante em tamanho ao dos anos 1990, com a entrada líquida de capitais passando de 4,9% para 5% do PNB das economias em desenvolvimento; (ii) excluindo-se a China, estes valores se alteram significativamente, pois no anos 1990, ao contrário do que ocorrera nos anos 1970, este país passou a ser um importante absorvedor de poupança externa; (iii) a crise da dívida, nos anos 1980, significou uma forte redução na entrada de

¹² Isto refere-se ao conjunto dos países trabalhados pelo BM neste estudo (World Bank, 2000).

recursos para os países em desenvolvimento; (iv) na década de 1970 os créditos bancários foram a forma principal de entrada capitais, ao passo que na década de 1990 predominaram os investimentos diretos e de portfólio, com ênfase nos primeiros, bem como os mecanismos de endividamento direto; (v) a crise da dívida implicou um crescimento no pagamento de juros e remessa de lucros, que atingiu 3,5% do produto das economias em desenvolvimento, contra os 2,4% verificados nos anos 1970 e 1990; (vi) por conta disso, houve uma transferência líquida de recursos de 0,26% da renda nacional dos países em desenvolvimento entre 1983 e 1989, contra uma entrada líquida de recursos de 2,48% e 2,65% nos anos 1970 e 1990, respectivamente.

4.3 Entrada de Capitais nos Países em Desenvolvimento, 1975-1998 (% PNB)

	1975-1982	1983-1989	1990-1998
1. Entrada Líquida Total excluindo a China	4,91 5,45	2,87 2,97	5,00 4,22
1.2 Recursos Oficiais	1,58	1,57	1,03
1.3 Capitais Privados	3,33	1,29	3,97
1.3.1 Investimentos*	0,42	0,55	2,21
IDE	0,42	0,53	1,67
Portfólio (ações)	0,00	0,02	0,54
1.3.2 Títulos	0,11	0,05	0,52
1.3.3 Crédito Bancário	2,46	0,44	1,17
Curto Prazo	1,10	0,10	0,72
Longo Prazo	1,36	0,34	0,44
M e m ó r i a			
Portfólio	0,12	0,07	1,06
Pagamento de Juros	1,49	2,58	1,79
Remessa de Lucros	0,93	0,54	0,56
Transferência Líquida	2,48	-0,26	2,65

Fonte: UNCTAD (United Nations, 1999:102)

* Entrada de capitais em ativos que não criam dívida

Ainda em conformidade com a análise do BM, a UNCTAD (United Nations, 1999:104) mostra que houve uma inversão no tipo de tomador final dos recursos. Até a crise da dívida dos anos 1980, a participação do setor privado, com investimentos ou endividamento sem garantia governamental, ficou ao redor de 15% das entradas líquidas de capital. Essa proporção vai aumentando, até que, em 1995, as captações privadas superam as públicas ou garantidas pelo governo.

Do ponto de vista da distribuição geográfica, verificou-se uma concentração dos recursos em um conjunto de 20 países¹³, denominados pelo estudo de mercados emergentes. Nas décadas de 1970 e 1980 estes países receberam 50% das entradas líquidas de capitais para o total dos países em desenvolvimento. Nos anos 1990, passaram a receber mais de 90%. Os outros 100 países ficaram com menos de 10% dos recursos restantes. Como estes 20 países possuem somente 69% da população

¹³ Argentina, Brasil, Chile, China, Colômbia, Coreia, Equador, Egito, Filipinas, Índia, Indonésia, Malásia, México, Marrocos, Peru, Tailândia, Tunísia, Turquia, Uruguai e Venezuela.

do conjunto dos países em desenvolvimento, a sua poupança externa per capita foi, em média, 4,5 vezes superior.

A região do Leste e Pacífico Asiático passou a ter uma participação crescente nestes fluxos, de 18% nos anos 1970, para 25%, nos 1980, e 42%, nos 1990. No mesmo período, a América Latina perdeu importância relativa, com parcelas no total de, respectivamente, 43%, 17% e 32%. A crise da dívida nos anos 1980 afetou fortemente a região, de modo que mesmo o significativo incremento das entradas de capitais nos anos 1990 não foi capaz de recolocá-la na condição de região de maior absorção de recursos, posição que ocupou no *boom* dos anos 1970 (*idem*:105).

Assim, a globalização financeira, que se consolidou ao longo dos anos 1980, foi um desdobramento das tendências já presentes no sistema financeiro internacional a partir da emergência do euromercado, nos anos 1960, e da adoção do sistema de taxas de câmbio flutuantes, em 1973. As análises convencionais a entendem com um resultado inexorável das pressões das forças de mercado em prol da liberalização e/ou dos avanços tecnológicos nas áreas de telecomunicações e de informática (IMF 1998b, 1999, World Bank, 2000).

Por outro lado, autores heterodoxos consideram que, apesar do papel desempenhado por esses fatores, no sentido de facilitar e/ou acelerar a emergência do ambiente de finanças globalizadas, seu determinante principal foi o conjunto de decisões políticas dos países centrais e, principalmente, dos EUA, a partir do final dos anos 1960, com o objetivo de assegurar a supremacia do dólar no sistema monetário e financeiro internacional¹⁴.

No seu balanço sobre os ciclos de expansão de empréstimos aos mercados emergentes, o BM (2000) admite que há um forte componente de instabilidade em

¹⁴ Para Strange (1986) a globalização financeira foi o resultado de ações ("decisões positivas") e omissões ("decisões negativas") dos países centrais. Dentre as decisões negativas, destacam-se: a ruptura unilateral pelo governo americano do acordo de Bretton Woods; a incapacidade ou imobilidade dos governos dos países desenvolvidos em estabelecer um novo sistema monetário internacional naquele período, e; a não-ação do governo inglês frente ao desenvolvimento do euromercado. Dentre as "positivas" pode-se lembrar as políticas de liberalização e abertura financeiras implementadas pelos EUA e Inglaterra na segunda metade da década de 1970, e pelos demais países desenvolvidos nos anos 1980. Na mesma linha Helleiner (1994) reforça e atualiza os argumentos de Strange, ao detalhar o papel desempenhado pelos Estados Nacionais - principalmente pelos EUA, Inglaterra e Japão na emergência das finanças globais. Dentre as ações e não-ações (as decisões políticas positivas e negativas, nos termos de Strange) em prol dessa emergência, Helleiner enfatiza as intervenções dos governos do G-7, apoiados pelo BIS e/ou FMI, nas crises internacionais de 1974, 1982 e 1987 - as quais foram essenciais para evitar sua transformação em crises sistêmicas - e o papel central desempenhado pelo BIS na reemergência das finanças globais, tanto no sentido de facilitar e estimular a cooperação entre os Bancos Centrais desde os anos 1960, quanto de servir, a partir de 1974, como um fórum de discussões para a criação de instrumentos voltados para a prevenção de crises financeiras, como o aperfeiçoamento dos mecanismos de supervisão e regulamentação bancárias. Ver, também, os ensaios organizados por Fiori (1999).

todos os períodos¹⁵, bem como que as crises financeiras implicam uma significativa perda de produto real. A tabela 4.4 apresenta as evidências da recorrência das crises e seus custos.

4.4 Frequência das Crises e Estimativas de Perda de Produto – Mercados Emergentes em Períodos Seleccionados.

	1880–1913	1929–36	1975–82	1990–96
Nº de Crises	22	36 a	61	38
Perda Média de Produto (% do PIB)	2	6	3 b	3 b

Fonte: World Bank, Global Development Finance, 2000.

a. Número de crises bancárias.

b. Média para 1972–96.

Do ponto de vista das evidências históricas, não pode-se deixar de admitir o caráter sistêmico das crises financeiras. Por outro lado, a *survey* do BM não encontrou na literatura especializada explicações convergentes sobre as causas das crises. Por conta disto, procura-se evidenciar, nos próximos itens, alguns dos esforços mais relevantes de teorização das crises financeiras.

4.1.2 A Perspectiva Convencional

Krugman (1997) sugere a existência de duas famílias de modelos canônicos de crises cambiais. A primeira associa os ataques especulativos à reversão de expectativas dos agentes com relação à capacidade da Autoridade Monetária (A.M.) sustentar seu compromisso com certa paridade cambial pela venda irrestrita de reservas. A existência de desequilíbrios fiscais motivaria os agentes a antecipar futuras expansões monetárias, gerando uma fuga em direção às cambiais até o momento em que a A.M. não fosse mais capaz de sustentar a paridade. Assim, desvaloriza-se a moeda local, no bojo da fuga de capitais.

Esta família de modelos, iniciados por Krugman (1979), teria tido um forte apelo explicativo nas crises cambiais latinas no final dos anos 1970, início dos 1980. A sugestão de política que emerge passa pela manutenção de fundamentos econômicos equilibrados, a partir da austeridade fiscal.

Para a racionalização *ex-post* da crise do Sistema Monetário Europeu, surge uma segunda geração de modelos (Obstfeld, 1994 e 1996). Complexificam-se os mecanismos de formação das expectativas associados aos ataques especulativos. Ao

¹⁵ “Booms nos fluxos privados de capitais foram geralmente marcados por crises bancárias e cambiais, e terminaram em severas contrações econômicas ou conflitos políticos” (World Bank, 2000:128). Não por acaso, as décadas de 1880 e 1890 do século XIX, os anos 1930, e a década de 1980, conviveram com elevados índices de países em *default* ou em reestruturação de dívida que, nos momentos de pico, representaram mais de 35% do total dos países endividados (idem).

lado da compra e venda de divisas, a A.M. utiliza a taxa de juros para atingir as metas cambiais e regular o nível de reservas. Porém, com isso estabelece-se um *trade off*: o aumento da taxa de juros para sustentar a meta cambial impõe um custo recessivo sobre o nível de emprego. Assim, os investidores deixam de olhar somente para as contas fiscais e passam a formar suas expectativas também em função da percepção de qual seria o limite aceitável de comprometimento do emprego para se sustentar a paridade cambial. Se apostarem na insustentabilidade do arranjo câmbio-juros, antecipam uma futura desvalorização, fugindo para ativos denominados em divisas.

Portanto, os investidores exploram o dilema das A.M.s: garantir a confiabilidade da moeda local pela sustentação da paridade, mesmo que isso exija aumentos recorrentes e significativos da taxa de juros *versus* o custo recessivo da política monetária restritiva. Assim, nos modelos de segunda geração pode haver crise cambial mesmo sem a presença de desequilíbrios fiscais significativos.

Assim, com a crescente instabilidade financeira nos anos 1990, marcada, inicialmente, pelas crises no SME e no México, proliferaram trabalhos teóricos e empíricos que buscavam incorporar fatos estilizados mais aderentes ao ambiente de finanças globalizadas e de reintegração dos países em desenvolvimento – agora denominados mercados emergentes – aos fluxos internacionais de investimento. Os modelos de segunda geração passaram a destacar: o papel das “profecias auto-realizadas”¹⁶, associadas à deterioração das expectativas dos agentes em situações de “pânico”; os mecanismos estatais de socorro, explícitos ou implícitos, enquanto geradores de risco moral; o efeito-contágio; o problema da consistência intertemporal das políticas econômicas.

Buscou-se, também, identificar os nexos entre as crises cambiais e as crises bancárias, no que se convencionou denominar de “crises gêmeas”. Neste sentido, o problema da regulação prudencial dos sistemas financeiros domésticos e o processo de liberalização financeira passaram ao *front* explicativo da crescente fragilidade dos sistemas bancários domésticos, especialmente nos países em desenvolvimento. Os modelos explicativos sobre a crise asiática incorporaram estes elementos, no bojo do que tem se convencionado denominar de terceira geração de modelos explicativos das crises. Conforme será argumentado posteriormente, as inflexões teóricas geradas pela

¹⁶ Obstfeld (1986) foi o pioneiro na introdução das expectativas auto-realizáveis nos modelos de crise cambial.

experiência das EACs e seus desdobramentos normativos ampliaram os limites analíticos dos modelos convencionais. Alguns elementos que apareciam secundariamente na literatura depois das crises do SME e do México passaram a integrar o núcleo duro dos modelos de terceira geração.

A associação entre mecanismos de regulação ineficientes e crises financeiras é enfatizada por Mishkin (1992, 1994 e 1998), que pretende construir uma teoria geral das crises financeiras fundada na teoria da informação assimétrica¹⁷. Para esse autor, a eficiência alocativa do sistema financeiro passa a ser comprometida quando há assimetria de informações, ou seja, “....uma situação na qual uma das partes do contrato financeiro tem informações muito menos precisas do que a outra parte.” (Mishkin, 1998: 2).

Isto geraria dois tipos fundamentais de problemas: (i) a **seleção adversa**, que ocorre antes da transação, e significa que, normalmente, os agentes mais dispostos a procurar empréstimos são os que tendem a ter um maior risco de crédito; (ii) e o **risco moral** (*moral hazard*), que emerge toda a vez que o tomador de crédito sente-se incentivado a investir em projetos de risco elevado, nos quais o sucesso implica um forte retorno para si, e o fracasso uma perda elevada - e desproporcional ao ganho em caso de sucesso – para o prestador¹⁸. A seleção adversa seria uma assimetria *ex-ante* (à concessão do crédito), enquanto o risco moral uma assimetria *ex post*.

Com tais assimetrias mostra-se crucial estabelecer instituições e “regras do jogo” que permitam aos tomadores e prestadores de crédito obter, igualmente, informações de qualidade sobre os riscos e retornos esperados dos seus investimentos. Além disso, torna-se central a existência de uma “rede de proteção” do sistema, com destaque para a função de prestador em última instância da A.M, a qual impede que problemas localizados de liquidez gerem crises significativas. Porém, sua existência é contraditória na medida em que preserva o sistema e pode, em tese, gerar risco moral. Para minimizar esse problema haveria que se fortalecer a regulamentação do sistema como um todo.

¹⁷ Para uma *survey* sobre as origens da teoria da informação assimétrica ver Ferreira & Freitas (1995).

¹⁸ Esta literatura costuma apontar que a existência de mecanismos governamentais, explícitos ou implícitos, de apoio aos devedores, tende a criar situações de *moral hazard*. Este tem sido um forte argumento na explicação de porquê os investidores asiáticos tenderam a se alavancarem tanto, superestimando o retorno dos investimentos e subestimando riscos, conforme foi destacado no capítulo 3.

Mishkin sugere que quatro fatores fundamentais levariam à instabilidade financeira: (i) o aumento da taxa de juros, que estimularia a seleção adversa, na medida em que os investidores com projetos de maior risco seriam exatamente aqueles dispostos a pagar mais pelo crédito – assim, quanto mais elevada a taxa de juros, maior a seleção adversa do crédito, e maior o risco de crescimento na inadimplência; (ii) o aumento da incerteza, que tornaria as informações imprecisas, dificultando a avaliação do risco de crédito e estimulando a seleção adversa; (iii) o efeito da mudança no preço dos ativos sobre os balanços, que ao comprometer o valor dos colaterais¹⁹ dados pelos tomadores de crédito e o valor presente da sua renda líquida, ampliaria o risco de crédito e, assim, a seleção adversa e o risco moral; (iv) e as crises bancárias, na medida em que uma das funções centrais dos bancos é produzir informações que facilitem a canalização dos recursos para os investimentos – quando há uma deterioração nos balanços dos bancos, especialmente se motivado pela ampliação dos créditos não pagos, tende-se à uma deterioração na qualidade das informações e do crédito, bem como a uma contração deste.

Em conjunto, esses fatores tendem a ampliar a instabilidade do sistema, pois estimular-se-iam os agentes carregados de mais risco a tomar crédito (seleção adversa) e/ou a incorrerem em riscos excessivos por possuírem informações distintas do prestador – como, por exemplo, acreditarem que não sofrerão perdas por terem algum tipo de apoio estatal. Reforça-se a idéia de que a estabilização do sistema financeiro passa pela minimização das assimetrias informacionais. Com uma regulação apropriada, um aumento nos juros e/ou na incerteza, uma queda no preço dos ativos ou problemas bancários localizados, não se converteriam, necessariamente, em crises financeiras.

Mishkin (1996 e 1998) também procura diferenciar os mecanismos de origem e propagação das crises financeiras entre os países desenvolvidos e em desenvolvimento. Assim, nas economias desenvolvidas, com um histórico de inflação moderada, as dívidas são geralmente de longo prazo e denominadas em moeda

¹⁹ Colaterais - como imóveis, ações, títulos de dívida etc. - de boa qualidade minimizam os problemas derivados das assimetrias informacionais, pois garantem ao investidor proteção em caso de *default*. Porém, quando há uma inflação no preço dos ativos, de modo que o valor nominal destes colaterais esteja muito acima do que poderia ser considerado de equilíbrio, uma queda súbita daquele poderia precipitar uma crise bancária ou financeira. Da mesma forma, a inflação de ativos, pode gerar um circuito vicioso, onde o endividamento crescente se sustentaria na expectativa de valorização crescente destes colaterais. Krugman (1998) aponta que este círculo vicioso teria ocorrido na Ásia em 1997.

nacional. Neste contexto, uma queda não antecipada da inflação pode reduzir o valor presente líquido das firmas²⁰.

Ao contrário, a experiência dos países em desenvolvimento é de alta inflação e endividamento de curto prazo, normalmente em moeda estrangeira. Assim, uma queda na inflação não gera o mesmo tipo de efeito no fluxo de caixa das empresas, como nos países desenvolvidos, pois a duração curta dos contratos permitiria ajustes mais rápidos – a taxa real de juros seria permanentemente ajustada às expectativas inflacionárias. Nestes países, mudanças não antecipadas na taxa de câmbio acabariam tendo um efeito semelhante à queda da inflação nos países desenvolvidos. Uma desvalorização cambial tenderia a ampliar o endividamento em moeda doméstica das firmas que contraíram passivos em divisas. Se não houver *hedge* nas receitas operacionais ou em outros ativos, tender-se-ia a gerar um efeito negativo nos fluxos de caixa.

Do ponto de vista das crises bancárias, Mishkin aponta que a existência de transparência nas informações com respeito à saúde financeira dos bancos e a qualidade da supervisão e regulação do sistema financeiro auxiliaria na minimização dos problemas de assimetrias informacionais - que podem levar a pânico e corridas bancárias. Em geral, os países em desenvolvimento teriam informações e sistemas de controle de menor qualidade, o que ampliaria os riscos de crise.

Um risco adicional de choque nos países em desenvolvimento originar-se-ia na baixa diversificação das operações dos seus bancos. A maior parte da sua carteira de empréstimos se direcionaria aos tomadores locais, muitos deles com suas operações ativas expostas às flutuações nos preços de *commodities* e do câmbio. Não raramente, são agentes de pequeno e médio porte, sem acesso a fontes de financiamento no mercado internacional. Da mesma forma, os bancos tenderiam a contrair passivos em divisas. Assim, ficariam duplamente expostos ao risco cambial: do lado passivo, pela ampliação de sua própria dívida: e do lado ativo, pela inadimplência de devedores fragilizados pelos choques cambiais. Os bancos dos países desenvolvidos teriam carteiras mais diversificadas e menos expostas às mudanças não antecipadas nos preços de ativos e *commodities*.

²⁰ Isto porque as taxas de juros tendem a ser fixadas em valores nominais por um longo período, com as taxas reais estimadas a partir de uma certa perspectiva de inflação. Se a inflação efetiva for menor que a esperada, aumenta o peso dos juros reais sobre os passivos. Se não houver uma valorização semelhante nos ativos, o valor real líquido das empresas cai. Assim, uma queda abrupta e não esperada da inflação pode gerar problemas de seleção adversa e *moral hazard* que, se profundos, poderiam gerar crises financeiras.

O FMI (IMF, 1998a), motivado pelas crises cambiais do Sistema Monetário Europeu, do México e da Ásia, procurou elaborar uma síntese da literatura sobre crises financeiras, recorrendo à busca de regularidades empíricas na explicação de sua natureza e origem. Enfatizou-se um elemento diferenciador das crises atuais com relação às passadas: a maior velocidade do contágio entre a fonte dos distúrbios e a economia internacional²¹. As crises seriam determinadas por desequilíbrios macroeconômicos e/ou fragilidades institucionais. Quanto maiores estes e menor a credibilidade das políticas de ajuste, maior o risco de rupturas²².

Por outro lado, o FMI não enfatiza a possibilidade da instabilidade financeira ser intrínseca ao *modus operandi* das economias capitalistas. Pelo contrário, reafirma-se que desequilíbrios nos *fundamentals*²³ – preços de ativos e câmbio, déficits fiscais e em conta corrente etc.²⁴ – e instituições inadequadas – por serem incapazes de dar transparência e confiança aos sinais de mercado – determinam, em última instância, as crises. Com isso, políticas voltadas à prevenção dessas crises passam a estar limitadas à busca de metas monetárias e fiscais capazes de equilibrar as contas públicas e externas e os preços dos ativos relevantes, além do fortalecimento das instituições e regras capazes de gerar “solidez no sistema financeiro”.

²¹ Desenvolveu-se a seguinte tipologia das crises: a categoria mais geral é chamada de “**crise econômica ou financeira**”. Seus quatro sub-tipos seriam: (i) as **crises cambiais**, resultantes de ataques especulativos contra o valor externo das moedas que force sua desvalorização **ou** que obrigue as A.M. a vender reservas e/ou elevar fortemente as taxas de juros para defender a paridade estabelecida; (ii) as **crises bancárias**, que ocorrem quando há corridas contra as instituições ou quebras que motivem os bancos a suspenderem a convertibilidade dos seus passivos **ou** quando a ameaça deste tipo de situação leva as A.M. a socorrer o sistema injetando recursos em grande escala; (iii) as **crises financeiras sistêmicas**, que derivam do aprofundamento das crises bancárias, a partir do ponto em que o sistema financeiro mostra-se incapaz de realizar suas funções de intermediação de recursos, afetando gravemente as atividades produtivas; (iv) e as **crises de endividamento externo**, que ocorrem quando um país torna-se incapaz de honrar seus débitos externos – soberanos ou privados.

²² “Crises de todos os tipos têm, freqüentemente, origens comuns: o surgimento de desequilíbrios econômicos insustentáveis e desalinhamentos nos preços dos ativos ou das taxas de câmbio, geralmente no contexto de distorções do sistema financeiro e inflexibilidades estruturais. Uma crise pode ser detonada por uma súbita perda de confiança na moeda e no sistema bancário, induzindo a uma repentina correção no preço dos ativos, ou pela ruptura dos fluxos de crédito e financiamento externo que expõe as economias afetadas a fragilidades financeiras. As crises podem envolver uma acentuada queda no preço dos ativos, e comprometimentos nas instituições financeiras e corporações não-financeiras. É claro que nem toda correção de desequilíbrios envolve uma crise. Sua ocorrência ou não dependerá da magnitude dos próprios desequilíbrios, da credibilidade das políticas de correção e do alcance de um ‘pouso suave’, e da solidez do sistema financeiro do país. Em conjunto esses fatores determinam a **vulnerabilidade** de um país às crises. **As crises podem, então, ser consideradas como a consequência de distúrbios financeiros e econômicos quando as economias sofrem de um alto grau de vulnerabilidade.**” (IMF, 1998a.: 111-112, grifos do autor).

²³ Ver IMF (1998b) para uma análise pormenorizada do impacto destes desequilíbrios, com referência especial à crise asiática.

²⁴ Não está se sugerindo aqui que estes elementos não sejam relevantes na determinação da instabilidade nas economias capitalistas.

O FMI buscou suas evidências empíricas²⁵ enfatizando as crises financeiras no período posterior ao fim do Sistema Bretton Woods. Analisou 53 países²⁶, para o período 1975-97, mapeando 158 episódios de crises cambiais – identificados pela construção de um índice de pressões nos mercados cambiais, que leva em conta as mudanças nas taxas de câmbio e as perdas de reserva e/ou aumento dos juros para amortizar os ataques especulativos – e 54 crises bancárias – identificadas por eventos *ex-post* como fechamento, estatização e/ou fusões forçadas de instituições, corridas bancárias ou elevados pacotes de auxílio de liquidez pelo governo. Alguns resultados merecem destaque: (i) o número de crises cambiais nos mercados emergentes foi duas vezes maior que nos países industrializados; (ii) haveria uma precedência, mais freqüente, das crises bancárias com relação às cambiais; (iii) os custos de reestruturação financeira e de perda do produto²⁷ seriam elevados, podendo atingir, respectivamente, de 30% a 40% do PIB (nos casos mais graves) e, em média, 4,25% da produção; (iv) porém, esses custos seriam muito mais elevados nos mercados emergentes²⁸

4.1.3 A Instabilidade Estrutural das Economias Capitalistas

A perspectiva convencional enfatiza os desequilíbrios macroeconômicos e institucionais como sendo os determinantes últimos das crises financeiras. Assim, a prevenção dessas crises demandaria a correção daqueles desequilíbrios e a eliminação das falhas nos mercados financeiros mediante o aperfeiçoamento dos mecanismos de supervisão e regulamentação. As noções de eficiência dos mercados e de que os bancos nas economias capitalista são meros intermediários de recursos

²⁵ Há uma vasta literatura que busca identificar a natureza das crises financeiras, bem como indicadores que as antecipem. Para uma *survey* atualizada ver Kaminsky, Lizondo e Reinhart (1998). Demirgüç-kunt & Detragiache (1998) estudaram 53 países para o período 1980-1995, constatando que a liberalização financeira amplia a possibilidade de ocorrência de crises bancárias, especialmente quando os mecanismos de supervisão do sistema são falhos. Constatase: (i) há instabilidade, (ii) a liberalização financeira a potencializa, (iii) as instituições inadequadas, especialmente nos “mercados emergentes”, determinam, em última instância, as crises.

²⁶ Utilizou-se uma amostra com 22 países industrializados e 31 países em desenvolvimento. EUA e Alemanha foram excluídos da amostra que verificou a natureza das crises cambiais, na medida em que suas moedas servem de referência para os demais países, mas foram mantidos nos estudos sobre crises bancárias. (IMF, 1998a, nota 85)

²⁷ Calculado pela diferença entre a linha de tendência do produto e seu resultado após a crise.

²⁸ Aziz et. al. (2000), do *staff* do FMI, trabalharam com uma amostra de 50 países para o período 1975-1997, localizando o mesmo número de crises financeiras e bancárias. Ainda que considerem não existirem duas crises idênticas, apontam algumas regularidades: “Tipicamente, antes de uma crise cambial a economia estava aquecida: a inflação era relativamente alta e a moeda doméstica estava sobre-valorizada, afetando o setor exportador e o balanço em conta corrente. A política monetária era significativamente expansionista, com o crédito doméstico crescendo fortemente, comprometendo as metas cambiais para países com sistemas de câmbio fixo ou inflexível. Mais ainda, alguns mecanismos de disparo, como o aumento da taxa de juros mundial e o declínio nos termos de intercâmbio, usualmente ampliaram a vulnerabilidade das economias às crises.” (p.24)

entre poupadores e investidores estão na base daquelas interpretações. Por outro lado, autores como Keynes e Minsky partem da percepção de que a instabilidade financeira é uma característica intrínseca do capitalismo²⁹. As falhas dos mercados financeiros – informações imperfeitas e assimétricas, impossibilidade dos mercados coordenarem decisões interdependentes, comportamento míope dos bancos num contexto de expectativas otimistas, etc. – seriam, nesta tradição, aspectos constituintes das economias capitalistas modernas, nas quais predomina a moeda de crédito, emitida pelos bancos (Chick, 1988, Davidson, 1994).

A teoria da instabilidade financeira de Minsky (1975,1982,1986) parte da elaboração de Keynes sobre as economias monetárias de produção³⁰ e introduz a noção de que a instabilidade das economias capitalistas está associada à evolução das condições de financiamento dos agentes e ao comportamento dos preços dos ativos financeiros em relação ao preço da produção corrente ao longo do ciclo econômico. Em um mundo incerto, as decisões de investimento baseiam-se na avaliação prospectiva do preço dos ativos, constituído por três elementos: as rendas esperadas (q), seus custos de carregamento (c) e o prêmio de liquidez (l). As relações de débito e crédito, entre investidores e seus financiadores, faz com que os custos de carregamento dos primeiros estejam diretamente vinculados às rendas esperadas dos segundos.

Os passivos dos agentes são vistos como um fluxo de pagamentos no tempo, ao passo que os ativos também geram uma expectativa de rendas ao longo do tempo. A perspectiva temporal do balanço patrimonial dos agentes determina um certo tipo de estrutura financeira, onde: (i) diz-se que há uma posição ***hedge*** quando os fluxos de caixa - determinados pelo desempenho operacional e/ou receitas derivadas do cumprimento de obrigações contratuais de terceiros – superam de forma segura, em um horizonte de tempo razoável, os seus pagamentos correntes, contratuais e

²⁹“A hipótese da instabilidade financeira é pessimista. O capitalismo é imperfeito e ameaçado por crises econômicas e financeiras, que são endógenas. Uma estrutura institucional e um padrão de intervenções podem atenuar o risco de mal funcionamento, mas cada sucesso na contenção [das crises] leva a novas elaborações das relações financeiras e econômicas, que tornam o sistema mais propenso às crises. O sucesso é um fenômeno transitório, embora a era iniciada em 1946 tenha demonstrado que o tempo de transição pode ser bem longo.” (Minsky, 1991:165)

³⁰ “Eu tomo o *insight* fundamental de Keynes de que existem dois níveis de preço em uma economia capitalista, e que seus determinantes são bem distintos. Um é a produção corrente e os salários que, quando combinados com as condições de financiamento, geram as condições de oferta dos investimentos. O outro é o capital e os ativos financeiros que, quando combinados com as condições de financiamento, geram a demanda por investimentos. Os preços de oferta dos investimentos podem ser vistos como o *mark up* sobre os custos laborais, enquanto que o preço do capital e dos ativos financeiros é a capitalização dos fluxos de caixas esperados no futuro, dos lucros futuros em um mundo incerto.” (Minsky, 1991:159)

contingenciais; (ii) está-se **especulativo** quando as receitas esperadas são suficientes somente para o pagamento de parte dos compromissos passivos – os juros, mas não o principal – o que determina a necessidade de rolagem das dívidas; (iii) e está-se **ponzi** quando há que se emitir novas dívidas para honrar seus pagamentos, dado que suas rendas correntes e contratuais são insuficientes até para o pagamento dos juros.

As situações de fragilidade financeira seriam inerentes aos ciclos econômicos. As crises financeiras constituir-se-iam em um componente essencial da fase descendente desses ciclos, os quais seriam sustentados pela expansão do crédito pelos bancos. Estes são agentes capitalistas que visam lucro e tendem a expandir os empréstimos, nem sempre ancorados em uma avaliação adequada dos riscos - especialmente num contexto de expectativas otimistas e/ou de crescimento econômico -, sancionando a demanda de crédito das empresas e das famílias. No auge do ciclo, a tentativa das A.M.s conterem a expansão creditícia é, em geral, ineficaz, pois os bancos buscam burlar, permanentemente, as restrições impostas mediante a introdução de inovações financeiras.

A elevação do preço dos ativos financeiros em relação aos ativos instrumentais estimula ainda mais a demanda de crédito, que se mantém elevada enquanto as expectativas são favoráveis. Apenas quando ocorre a reversão cíclica - devido a mudanças adversas nas condições macroeconômicas e/ou à reversão daquelas expectativas - a fragilidade financeira se explicita. Quando isto ocorre as famílias e empresas procuram liquidar seus ativos na tentativa de saldar suas dívidas e os bancos restringem o crédito, diante do aumento dos riscos de inadimplência e da redução do valor dos colaterais.

Com o estabelecimento de dificuldades generalizadas para o refinanciamento de suas posições devedoras, os agentes tendem a reduzir seus gastos – especialmente os capitalistas, que contraem os investimentos, determinando uma queda no nível de emprego. A crise financeira torna-se-ia uma crise econômica real³¹. Ainda assim, as recessões poderiam não se converter em processos deflacionários cumulativos. A

³¹ “Uma crise financeira ocorre quando há uma necessidade generalizada de realizar posições pela venda [de ativos], o que resulta em uma forte e generalizada queda no preço dos ativos. Como resultado, compromete-se a solvência, valorada a preços de mercado, de um grande número de instituições. Isto leva à ampliação dos problemas de refinanciamento. (...) A crise financeira leva a uma crise econômica quando o investimento cai e, assim, declinam os lucros, produção, emprego e salários. A queda nos lucros conduz a uma nova queda no preço dos ativos (o numerador da relação de capitalização cai) e a um novo declínio na capacidade das unidades realizarem seus compromissos financeiros. Em tal ambiente, há uma grande retração no *funding* para investimentos [no crédito]. Seguem novas quedas no emprego, produção, salários e lucros.” (Minsky, 1991:163)

intervenção das A.M.s, provendo liquidez ao sistema, e o estímulo autônomo da demanda agregada através da expansão do gasto público, poderiam amenizar as crises, criando, simultaneamente, as condições para a recuperação.

Esta síntese da teoria de Minsky oferece os elementos básicos para a compreensão das crises financeiras recentes. No entanto, sua análise centrou-se no ciclo financeiro de uma economia desenvolvida (os EUA) em um contexto de restrição à mobilidade de capitais (sistema de Bretton-Woods). Sua extensão para a compreensão das crises financeiras recentes impõe novas mediações, entre as quais: (i) a incorporação das transformações financeiras em curso desde a adoção do sistema de taxas de câmbio flutuantes após o colapso de Bretton Woods; (ii) a consideração de especificidades das economias periféricas, como a dependência de fontes de financiamento externas e a ausência de moedas conversíveis³². Autores que seguem a tradição Keynes-Minsky têm apontado que as transformações financeiras das últimas décadas implicaram na supremacia da "economia de ativos", o que teria alterado profundamente a natureza dos ciclos econômicos e, conseqüentemente, das crises financeiras.

As transformações financeiras, subjacentes ao processo de globalização, podem ser sintetizadas nos termos de desregulamentação e/ou liberalização monetária e financeira, securitização das dívidas, institucionalização das poupanças e proliferação de novos instrumentos financeiros, com destaque para os derivativos. Percebe-se, ainda, uma tendência crescente de homogeneização das formas institucionais e dos padrões de regulação dos sistemas financeiros domésticos (Canuto & Lima, 1999). As fronteiras tradicionais entre instituições bancárias e não bancárias estariam perdendo relevância diante do avanço das inovações financeiras e da integração dos mercados, contraface do processo de desregulamentação e abertura financeiras. Uma decorrência desse movimento é a forte expansão da participação das instituições financeiras não-bancárias nos sistemas financeiros domésticos³³, conforme verificado no caso asiático.

³² Esta tese não se propõe a realizar tal tarefa. Alguns esforços neste sentido foram compilados, especialmente aqueles que buscam, a partir deste referencial, explicar a crise asiática.

³³ Se tomarmos o caso norte-americano, reconhecidamente caracterizado pelo maior desenvolvimento dos mercados financeiros, nota-se uma forte redução na participação dos bancos no gerenciamento dos ativos financeiros pessoais. Em 1980, os bancos respondiam por 50% destes recursos. Em 1995, eram responsáveis por somente 18% dos ativos pessoais. Em um movimento simetricamente oposto, as instituições não-bancárias detinham cerca de 18% destes ativos em 1980 e 42% em 1995 (IMF, 1998c). Esse fenômeno da desintermediação financeira (Cintra & Freitas, 1998) marca tanto a gestão dos recursos financeiros pessoais, quanto a busca de fontes alternativas de financiamento por parte das empresas. A participação das emissões de títulos de dívida por parte de empresas privadas tem crescido expressivamente. Em 1998, o volume líquido de emissões de títulos de dívida foi de US\$ 678 bilhões. Através destes instrumentos, pode-se captar recursos diretamente no mercado internacional de capitais,. Deste total, as emissões de

A expansão na liquidez financeira internacional³⁴ tem estado associada a uma crescente instabilidade, que, por sua vez, tem gerado uma tensão permanente sobre os sistemas financeiros, especialmente nos mercados emergentes. Tal instabilidade seria inerente ao contexto de crescente internacionalização e integração das finanças e predominância das operações com títulos negociáveis, no qual os choques tenderiam a ser mais facilmente transmissíveis através das fronteiras - e, assim, manifestar-se-iam nos mercados cambiais - e de um mercado a outro - mercados de capitais e de crédito - resultando em fortes flutuações nos preços dos ativos e das taxas de câmbio³⁵.

Os agentes relevantes nestes mercados são os fundos mútuos e de pensão, os grandes bancos e a tesouraria das grandes empresas. Em condições de incerteza, formulariam suas estratégias de investimento com base numa avaliação convencionada sobre o comportamento dos preços, tornando-se, simultaneamente, em formadores de convenções. Suas estratégias tenderiam a ser mimetizadas pelos demais investidores com menor porte e informação, implicando a formação de bolhas especulativas e posteriores colapsos de preços. Assim, esses mercados não atenderiam aos requisitos de eficiência, pois poderiam existir estratégias ganhadoras,

corporações representaram 19% ou US\$ 127 bilhões, as emissões do setor público, 27%, e de instituições financeiras, 54%. Em 1993, o total de emissões foi de US\$ 189 bilhões. As emissões corporativas representaram somente 3.4%, ou seja, US\$ 6.6 bilhões (BIS, 1999). Contudo, essa desintermediação não significa a ausência de intermediação. Implica, na verdade, uma diversificação da captação e aplicação de recursos financeiros em direção aos investidores institucionais e, sendo assim, em alguma medida, as operações financeiras passam a não comprometer diretamente a estrutura patrimonial dos bancos.

³⁴ Em 1995, somente os ativos dos investidores institucionais (fundos de pensão, seguradoras, fundos mútuos etc.) dos países que compõe o G7 atingiam o montante de US\$ 20 trilhões ou 110% do seu PIB conjunto, ou ainda, algo em torno de 2/3 do PIB mundial. Na década de 90, esses ativos vêm crescendo a uma taxa média de 13% ao ano, cinco vezes mais do que o crescimento médio anual do produto. Em 1975, as transações internacionais com ações e títulos de dívida representavam 4% do PIB nos EUA, 2% no Japão e 5% na Alemanha. Em 1997, esses valores subiram para, respectivamente, 213%, 96% e 253%. A emissão de ações no mercado internacional tem crescido aceleradamente, registrando, entre 1990 e 1997, um incremento de mais de 6.000% na Alemanha e Itália, 2000% no Canadá, 200% nos EUA e 65% no Japão. O *turnover* diário no mercado cambial, que representava US\$ 188 bilhões em 1986, chegou à casa de US\$ 1,2 trilhão em 1995, e US\$ 1,5 trilhão em 1998 (IMF, 1999b). Nos mercados de derivativos, nota-se uma expansão ainda mais significativa, considerando-se os preços nominais. Assim, em 1997 estimava-se em US\$ 12 trilhões o valor nominal das operações nos mercados futuros e de opções de câmbio, o que representou 2.5 vezes o valor de 1992 e 17 vezes o valor de 1987. Em 1996, o valor principal nominal dos mercados OTC (taxas de juros, *swaps* cambiais, opções de juros etc.) era de US\$ 24 trilhões, 30 vezes mais que o montante estimado em 1987, ou, para colocar em perspectiva, quase equivalendo ao PIB mundial de 1997, estimado em US\$ 30 trilhões. Em uma pesquisa mais recente, estimou-se em US\$ 72 trilhões o valor nominal dos mercados OTC (IMF, 1999b). Estimativas do BIS (www.bis.org) elevavam para US\$ 94 trilhões (posição de estoque em setembro de 2000) aquele valor, o que equivaleria a três vezes o PIB mundial calculado pelo FMI.

³⁵ Esta ótica é ressaltada por Belluzzo & Coutinho (1996), Canuto & Laplane (1995), Griffith-Jones (1995), Aglietta (1995), Akyüz & Cornford (1999), United Nations (1998, 2000 e 2001), Freitas (1997a, 1997b), Almeida & Freitas (1998), Kregel (1998a, 1998b e 1998c), Yoshitomi & Shirai (1999, 2000), omo (2001), entre outros..

acima da média, derivadas de assimetrias de informação e poder (Belluzzo & Coutinho, 1996).

Os comportamentos de manada também estariam associados à estrutura de incentivos dos administradores de fundos. Se um gestor de um fundo particular é o único a tomar uma decisão equivocada, perdendo uma oportunidade de lucro que todos aproveitam, sua instituição receberá uma “punição” do mercado. De forma contrária, se a estratégia revela-se incorreta *ex post*, mas é adotada por todo o mercado, o erro é coletivo e as perdas gerais podem ser amenizadas por uma operação de resgate - como ocorreu de fato nas crises dos mercados emergentes nos anos 1990 (Griffith-Jones, 1996, United Nations, 1998 e 2001, Park & Wang, 2000).

Neste contexto, para Aglietta (1995) os ciclos econômicos passaram a ser determinados pela evolução dos preços dos ativos financeiros e não mais pela dinâmica dos investimentos produtivos e pela evolução dos preços dos ativos instrumentais. Flexibiliza, assim, a hipótese de Minsky de subordinação dos mercados de ativos financeiros aos mercados de ativos produtivos e de crédito. No ciclo econômico dominado pela dinâmica financeira, a emergência de situações de fragilidade financeira estaria associada a *boons* especulativos nos mercados de ativos financeiros, alimentados pela expansão do crédito bancário num ritmo superior ao da produção. Da mesma forma que no ciclo minskiano, esta fragilidade permaneceria dissimulada na fase ascendente do ciclo, enquanto a valorização do preço dos ativos se mantivesse.

A inflação de ativos, por sua vez, estimularia ainda mais o endividamento dos agentes, devido ao efeito-riqueza. Essa trajetória de elevação do preço dos ativos e do crédito tenderia a ser insustentável no longo prazo. Mas o momento de reversão do ciclo financeiro seria desconhecido *a priori*. A reversão seria provocada por um acontecimento súbito e inesperado – como um aumento da taxa de juros – que resultaria na deflação do preço dos ativos, seguida pela contração do crédito.

A recessão induzida pelas finanças também possuiria características peculiares. As famílias não desempenhariam o papel estabilizador observado nas recessões precedentes. Pelo contrário, reforçariam a fase descendente do ciclo. Diante da restrição financeira provocada pela queda do preço dos ativos e pelo aumento do serviço das dívidas num contexto de taxas de juros reais elevadas, as famílias procurariam aumentar sua poupança financeira - e, assim, reduziriam o

consumo - como forma de compensar a queda da riqueza financeira. Além disso, o corte dos investimentos produtivos do setor privado - com o objetivo de elevar a taxa de autofinanciamento - não tenderia mais a ser contrabalançado pelo aumento do gasto público, como supunha Minsky (Aglietta, 1995, Belluzzo & Coutinho, 1996, Chesnais, 1996, Kregel, 1998a).

Para a UNCTAD (United Nations, 1998) considerou a crise asiática como mais um episódio da instabilidade financeira sistêmica que tem caracterizado o sistema financeiro internacional desde o colapso do sistema de Bretton Woods. Contudo, enquanto nos países centrais as crises financeiras internas não se transformariam em crises cambiais, e vice-versa (por exemplo, a crise das *savings & loans* nos EUA e a crise do Sistema Monetário Europeu em 1992, respectivamente), no caso das economias periféricas, as crises financeiras domésticas (crises bancárias ou do tipo *asset-price deflation*) tenderiam a se converter em crises cambiais, da mesma forma que essas últimas ameaçariam a estabilidade dos sistemas financeiros domésticos. Assim, para a compreensão das crises financeiras recentes dessas economias, seria necessário incorporar novos elementos na análise, mais especificamente, os fatores responsáveis pela existência desse *feed-back* entre crises cambiais e financeiras internas.

Kregel (1998a, 1998c) sinaliza neste sentido ao analisar a crise asiática. Na sua interpretação³⁶, as EACs experimentaram uma crise financeira, seguida por um processo de *debt-deflation* que pode ser explicada nos termos da hipótese de fragilidade financeira de *Minsky* aplicada a economias abertas e periféricas num ambiente de livre mobilidade de capitais. O ciclo de crédito pré crise teria sido alavancado pelo ingresso de fluxos de capitais externos, predominantemente de curto prazo³⁷. O aumento desses fluxos para a região a partir de 1993-94 estaria associado à busca de novas oportunidades de negócios pelos bancos internacionais (empréstimos bancários e/ou montagem de operações estruturadas) e pelos investidores institucionais, diante das baixas taxas de retorno nos países de origem, e à crise do México no final de 1994.

³⁶ Interpretações semelhantes são encontradas em Akyüz (1998), Dymnsky (1998), Belluzzo (1998) e United Nations (1998, 1999 e 2000).

³⁷ É importante mencionar que esse ciclo creditício se superpôs a um ciclo de negócios, associado à dinâmica regional de crescimento do Sudeste Asiático (Medeiros, 1998, Miranda, 1998). Ver os capítulos 2 e 3 desta tese.

Do lado da demanda, o contexto de taxas de câmbio estáveis e valorizadas e taxas de juros domésticas elevadas³⁸, favoreceria a absorção de recursos externos, seja diretamente pelas empresas, seja pelos próprios bancos domésticos, que os reciclaram internamente mediante empréstimos para empresas, créditos imobiliários e investimentos nas bolsas de valores. O ciclo creditício resultou num aumento excessivo do investimento produtivo e, principalmente, na geração de bolhas especulativas nos mercados acionário e imobiliário.

Essas bolhas também foram sustentadas por aplicações de não-residentes (investimentos de portfólio estrangeiros) nesses mercados. A liberalização financeira teria reforçado o comportamento pró-cíclico dos bancos na concessão dos empréstimos. Por um lado, a redução dos requerimentos de reserva aumentou a capacidade de empréstimo, permitindo a acomodação de uma maior demanda de crédito. Por outro, a entrada de novos competidores induziu os bancos a se engajarem em atividades de maiores riscos e contribuiu para o aumento dos créditos de má qualidade³⁹.

Na teoria de Minsky, a crise emergiria de mudanças na política monetária interna (como um choque de juros) ou no estado de convenções que sustentava as expectativas otimistas dos empresários. No caso das EACs, a instabilidade financeira teria sido causada pela reversão dos fluxos de capitais externos e pela crise cambial que a seguiu. Conseqüentemente, a fragilidade financeira dos bancos e das empresas, com dívidas em moeda estrangeira, ampliou-se, resultando na eclosão (ou no agravamento) de crises financeiras domésticas⁴⁰. É interessante ressaltar que muitas

³⁸ Vários países da região elevaram as taxas de juros a partir de 1993 com o objetivo de conter a deterioração das contas externas. Esta deterioração estava associada a problemas no modelo de crescimento dos NICs de segunda geração (Tailândia, Indonésia, Malásia e Filipinas), com destaque para a desaceleração do crescimento das exportações. Nesse contexto, a desvalorização do yuan de 33% em relação do dólar no 1º trimestre de 1994 e a dinâmica exportadora da China contribuíram para deteriorar ainda mais o déficit em conta corrente das economias asiáticas. Esta deterioração somada às necessidades de amortizar ou rolar o passivo externo, resultaram em necessidades crescentes de captação de recursos no exterior (Miranda, 1998).

³⁹ Esses problemas não seriam exclusivos aos países periféricos. A liberalização financeira também teria determinado as crises bancárias recentes em alguns países centrais, como Suécia e Noruega. No entanto, podem se manifestar com maior intensidade naqueles países, que não possuem sistemas financeiros robustos, ancorados no mercado de crédito ou de capitais (Demirgüç-kunt & Detragiache, 1998).

⁴⁰ Conforme sugerido no capítulo 2 desta tese, o impacto da desvalorização e da instabilidade cambial sobre as economias do sudeste asiático não decorreu apenas do elevado nível de endividamento externo, mas também do modelo de crescimento regional, caracterizado por uma crescente concentração do comércio exterior dos países dentro da região. A estabilidade dos custos e preços relativos - ou seja, da taxa de câmbio - desempenhava um papel fundamental nesse modelo (Kregel, 1998b). No entanto, como destaca Miranda (1998), a manutenção dos regimes de câmbio administrado não garantiria *per se* a sua sustentabilidade. A acentuada volatilidade da taxa de câmbio iene/dólar foi um dos fatores responsáveis pela progressiva fragilidade financeira das economias do sudeste asiático, dadas as características da estrutura de passivo dos países, denominadas tanto em iene como em dólar. Se o dólar se valorizava, os efeitos positivos sobre a competitividade das exportações asiáticas - concentradas em *commodities* internacionais cotadas nesse moeda - eram em grande parte anulados pelo aumento do preço das máquinas e equipamentos importadas do Japão, em média, 85% do total. Dessa forma, tanto da valorização do iene quanto do dólar atingiam de forma perversa os termos de troca dos países do sudeste asiático. Assim, para esse autor as raízes da crise deveriam

análises convencionais sugerem histórias semelhantes, baseadas na idéia de reversão de expectativas (pânico), influxo de capitais (crise de liquidez) que, ao gerarem uma forte mudança nos preços relativos (desvalorização cambial), determinariam desequilíbrios patrimoniais nos balanços de instituições financeiras e não financeiras (Radalet & Sachs, 1999, Krugman, 1999, Park & Rhee, 1998, Park & Lee, 2001, entre outros)

A resposta de política que seguiu as recomendações do FMI teria contribuído para agravar a crise (Kregel, 1998a). A elevação da taxa de juros interna teria aumentado o risco de inadimplência das empresas e deteriorado a situação financeira dos bancos, ambos já fragilizados pela desvalorização cambial. A política fiscal restritiva, no imediato pós crise, teria reduzido ainda mais a demanda doméstica, dificultando o aumento das receitas e precipitando o processo de liquidação de ativos e, assim, de *debt-deflation*. O processo de deflação de dívidas teria sido deflagrado na ausência do suporte de liquidez das A.M.s e do efeito compensatório do gasto público, os dois elementos amortecedores das crises financeiras, destacados por Minsky.

Para Kregel (1998a e 1999c) e Dysmki (1998), abertura e a liberalização financeira seriam os determinantes centrais da crise. As EACs teriam experimentado um ciclo econômico dominado pela evolução dos preços dos ativos e alimentado pela expansão do crédito bancário⁴¹, mas cujo impulso inicial e fundamental foi o ingresso de capitais externos, em busca de valorização na esfera financeira. O aperfeiçoamento dos mecanismos de regulamentação e supervisão bancárias poderiam ter contribuído para atenuar a assunção excessiva de riscos. Porém, seriam insuficientes para conter a lógica de valorização do capital dos bancos, que procuram constantemente evadir os limites impostos pelas A.M.s (Minsky, 1991).

4.3 A Crise e Seus Pontos de Inflexão

4.3.1 Inflexões Teóricas

A crise asiática tornou-se um marco de inflexão nas discussões teóricas sobre as crises financeiras⁴². Ao contrário do que poderia ser diagnosticado pelos modelos

ser buscadas na inexistência de um padrão monetário internacional estável.

⁴¹ O que teria sido observado, também, em vários países centrais nos anos 1980 (Aglieta, 1995, Freitas, 1997a).

⁴² “Os eventos recentes na Ásia deve ter convencido a todos os que ainda precisavam de convencimento de que crises financeiras nos mercados emergentes devem ser uma importante prioridade para pesquisa em economia. Economias que até recentemente eram paradigmas de bom gerenciamento macroeconômico encontraram-se, repentinamente, em meio a um maciço colapso no preço de ativos e na atividade econômica. Em termos de escopo, mas não de tipo, este é um situação sem precedentes.” (Chang & Velasco, 1998:1)

convencionais de primeira e segunda geração as EACs caracterizavam-se por uma trajetória consistente de crescimento e estabilidade (Krugman, 1998). Percebeu-se, de imediato, que seu caso não se enquadraria nas explicações tradicionais⁴³. Diante disso, a primeira reação *ex post* de muitos analistas foi racionalizar a crise atacando as idiossincrasias do padrão de intervenção estatal, ou seja, o modelo asiático: em um contexto de **capitalismo de compadres**, os agentes internos e externos tomariam suas decisões de endividamento e investimento, em função da crença de que suas posições patrimoniais seriam sustentadas pelo Estado (Corsetti et. al., 1998, Krugman, 1998). Isto distorceria os sinais de mercado, gerando decisões equivocadas de alocação de recursos.

Para Corsetti et. al. (1998) a crise asiática teria propiciado o surgimento de uma terceira geração de modelos. Em seu próprio modelo, os autores procuraram resgatar a raiz fiscal da crise. Assim, mesmo que não houvesse nenhum desequilíbrio corrente nas contas públicas, na presença de governos que acenassem para o socorro aos agentes privados com problemas patrimoniais, existiria uma espécie de “déficit fiscal escondido”, antecipado pelos agentes quando dos ataques especulativos. Recoloca-se, na tradição dos modelos de primeira geração, o Estado como o responsável pela crise. Porém, aqui pesariam mais os desajustes institucionais, derivados da ineficiência da regulação do sistema financeiro em conjunto com um padrão espúrio de relações entre Estado e Mercado.

Apontou-se, também, que a crise asiática teria reafirmado a universalidade do modelo de desenvolvimento anglo-saxônico (Krugman, 1998, Corsetti et. al., 1998, IMF, 1998). Por outro lado, vários autores 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

⁴³ Este não é um ponto de consenso. Autores como Eichengreen (1999) e Kaminsky & Reinhart (1998 e 1998b) sugerem que a crise asiática seguiria o padrão usual, marcado pela deterioração externa e sobre-aquecimento interno (*boom* creditício, sobreinvestimento, valorização cambial, etc.). Eichengreen faz a concessão para a influência dos elementos idiossincráticos do “modelo asiático” na determinação da crise. Considera, no máximo, que os modelos ditos de 3ª geração, inspirados nas EACs, seriam modelos de 2ª ½ geração.

entrada e saída dos investimentos por atitudes de euforia e pânico, a partir da adoção de convenções do tipo “seguir o líder”.

Para Calvo (1998) as crises financeiras nos mercados emergentes, ao longo dos anos 1990, revelaram características até então pouco desenvolvidas nos modelos tradicionais, com destaque para: (i) a existência de uma significativa entrada de capitais, anterior às crises; (ii) a conformação de uma complexa rede de interação entre os setores financeiro e não financeiro, investidores internacionais, bancos e governos soberanos; (iii) e a rapidez e profundidade da contração do nível de atividade. Seu modelo procura mostrar a possibilidade da ocorrência de crises mesmo na ausência de déficits em conta corrente. Estes seriam responsáveis pelo grau de complexidade da resolução das crises. Por outro lado, enfatiza que a presença de governos soberanos representaria a explicitação de um componente amplificador da incerteza no cálculo prospectivo privado, por criar um prêmio de risco significativo para a especulação em torno da antecipação da evolução de variáveis relevantes passíveis de serem influenciadas pelas regras – explícitas ou não – da política local⁴⁴. Em combinação com a entrada maciça de capitais aquele elemento seria definidor de crises do tipo profecia auto-realizável.

Isto porque, a fragilidade das regras e das instituições, especialmente nos mercados emergentes, ampliaria os custos fixos associados ao cálculo da rentabilidade dos projetos de investimento. Esta dependeria de fatores como as políticas fiscal, monetária e cambial, cuja alteração abrupta poderia transformar projetos rentáveis *ex-ante*, em investimentos geradores de prejuízos. Com isso, informações macroeconômicas e políticas, mesmo que adquiridas de fontes confiáveis e no tempo adequado, perderiam poder de predição, de modo que a lucratividade prospectiva dos investimentos tenderia a responder, de forma mais intensa, a fatores idiossincráticos, como rumores e “novidades” de mercado⁴⁵.

⁴⁴ “Os graus de liberdade adicionais experimentados pelos governos soberanos aumentam a incerteza quanto a sua função-reação – especialmente em tempos de crises – e ampliam o valor, para o setor privado, da antecipação do comportamento futuro do governo, induzindo, no presente, ações defensivas por parte do setor privado.” (Calvo, 1998:14). Assim, por exemplo, em um ambiente de entrada de capitais, o medo de um aumento futuro em tarifas de importação (o mesmo valeria para restrições à livre mobilidade de capitais ou alterações na taxa de câmbio) poderia levar a um *boom* de consumo que tenderia a fragilizar a conta corrente. Quando esta situação revelar-se insustentável, o aumento efetivo das tarifas (forçado pelo mecanismo de profecia auto-realizável) leva à contração do consumo. Para Calvo, esta substituição inter-temporal do consumo é socialmente ineficiente, sendo causada por movimentos especulativos associados à presença de governos soberanos. “Então, em termos mais gerais, nossa discussão pode ser resumida pela afirmação de que a ampla autonomia dos governos soberanos pode induzir ondas especulativas fortes e de elevado custo social.”(p. 15)

⁴⁵ No caso da crise asiática, Kaminsky & Schmukler (1999) procuraram analisar a reação dos investidores às “notícias de mercado”. A maior parte das flutuações no mercado acionário, entre 1997 e 1998, teriam se originado de “*bad news*” domésticas. Por outro lado, constatou-se que, em muitos momentos, os investidores reagiram de forma exagerada,

Com custos fixos relativamente mais elevados, induzir-se-ia, entre os investidores, a adoção “racional” do comportamento de manada. O efeito contágio seria racionalizado da mesma forma, ou seja, pelo mimetismo no escrutínio das condições econômicas de países vistos como semelhantes pelos investidores (Calvo & Mendoza, 1997). Assim “... os custos de aprendizado sobre um certo país são ampliados pela existência de governos soberanos que não estão amarrados a regras políticas claras, tornando o país vulnerável à crises financeiras auto-realizáveis.” (Calvo, 1998:16).

Burnside et. al. (2000) enfatizaram o problema das garantias implícitas na determinação do excesso de investimentos e de assunção de risco, nos termos destacados por Krugman (1998) e Corsetti et. al. (1998) para o caso asiático⁴⁶. Em seu modelo, os bancos viabilizam seu *funding* tomando empréstimos no exterior, realizando suas operações ativas em moeda nacional. As garantias estimulariam o endividamento para além dos níveis que ocorreriam em sua ausência e, simultaneamente, desencorajariam a adoção de *hedge* para a minimização do risco cambial. A crise de auto-realização derivar-se-ia da percepção, por parte dos agentes relevantes, de que com a ocorrência de uma desvalorização cambial o passivo contingencial do governo – associado às garantias – transformar-se-ia, de fato, em déficits fiscais, comprometendo, também, as reservas internacionais. Racionaliza-se, assim, o fato estilizado de que os países asiáticos não possuíam problemas fiscais correntes, passíveis de detonar uma crise de balanço de pagamentos nos termos de Krugman (1979).

Schneider & Tornell (2000) desenvolveram um modelo para explicar as crises gêmeas em um quadro de *boom* creditício, no qual os bancos são o principal elo de ligação entre o *funding* externo e o setor produtivo doméstico. Aqueles estão expostos a dois tipos de distorções que determinariam, em última instância, o crescimento excessivo do crédito, a apreciação cambial e a auto-realização das crises: a existência de mecanismos (explícitos ou não) de proteção aos investidores – uma falha governamental - e a imperfeição dos contratos (*enforceability*) – uma falha de mercado.

Seu esforço é o de integrar, em um único arcabouço, a percepção de que distorções das políticas governamentais e das decisões privadas podem determinar as

denotando comportamentos aparentemente “irracionais”, do tipo “manada”.

⁴⁶ Dooley (1997) procurou desenvolver um modelo de crise nos mercados emergentes fundado na idéia do risco moral. Influxos de capitais em países com regimes políticos marcados pela existência de governos (com restrições de crédito) que buscam “segurar” os agentes domésticos – especialmente os bancos, normalmente sujeitos à fragilidades de supervisão – estariam sujeitos a crises especulativas auto-realizáveis.

crises⁴⁷. Além disso, seu modelo explicita o comportamento assimétrico dos setores de comercializáveis e não comercializáveis, onde este segundo tenderia a crescer mais antes da crise, sendo mais fortemente atingido pela reversão cíclica e demorando mais para recuperar-se. Além de apresentarem as evidências empíricas deste fato, marcadamente presente nas crises dos anos 1990, os autores lembram que, especialmente no caso asiático, os bancos estavam fortemente expostos ao setor de não comercializáveis. Miskhin (1996 e 1998) já havia destacado esta regularidade empírica como sendo um dos elementos que caracterizam os sistemas bancários dos países em desenvolvimento.

Schneider & Tornell (2000) mostram como os bancos, fundados em recursos captados no mercado internacional, financiam as empresas domésticas, em um contexto onde existem garantias governamentais - no caso de crise sistêmica - e imperfeições nos contratos⁴⁸. Com a presença de garantias tornar-se-ia lucrativo para os bancos especular sobre a taxa de câmbio. O subsídio implícito associado à proteção governamental funcionaria como um substituto para os colaterais dos tomadores domésticos, incentivando a busca do *funding* externo. Em condições “normais” a demanda de crédito do setor de não comercializáveis seria limitada pela existência de colaterais. O ritmo de crescimento dos seus investimentos produtivos dependeria da capacidade de geração de renda dos investimentos passados e da antecipação da evolução futura da demanda de bens finais.

A liberalização financeira e a existência de garantias governamentais ampliariam a fronteira possível de recursos da economia. Esta remoção artificial da restrição orçamentária “normal” seria tão mais grave na medida em que prevalecesse uma forte concentração setorial – nos não comercializáveis – dos empréstimos. Através das dívidas assumidas pelo bancos, o risco cambial converter-se-ia, potencialmente, em risco de crédito sistêmico. Se os bancos ampliarem a oferta de crédito, cria-se, de

⁴⁷ “Para explicar esta característica [a existência de crises gêmeas], os modelos de crise da terceira geração têm focado nas imperfeições do mercado financeiro como ‘fundamento’ chave. Os modelos são normalmente baseados em *uma de duas* distorções: ou ‘políticas ruins’, na forma de garantias de resgate, ou ‘mercado ruim’, na forma de imperfeições que induzem efeitos negativos sobre os balanços, tais como assimetrias de informação ou imperfeição no poder de curso dos contratos. Enquanto há algum sucesso na descrição das crises gêmeas, a profissão ainda necessita uma explicação coerente de um episódio *completo* de boom-and-bust, um que dê conta das duas formas.”(Schneider & Tornell, 2000:2, grifos no original)

⁴⁸ Schneider & Tornell (1999) já haviam desenvolvido um modelo que incorporava, em um único arcabouço, os problemas das garantias implícitas e imperfeição nos contratos. Porém, diferentemente de Schneider & Tornell (2000), trabalhava-se com choques exógenos na determinação da crise e focalizava-se o comportamento dos preços de ativos cuja oferta estava fixa.

forma endógena, o risco cambial, tornando a economia vulnerável a crises auto-realizáveis. Assim, bastaria a existência de um estoque elevado de dívidas denominadas em divisas para precipitar a crise⁴⁹.

Dois elementos devem ser destacados no modelo de Schneider & Tornell (2000). Em primeiro lugar, os autores supõem a existência de fragilidade financeira quando tomam a probabilidade *ex ante* da ocorrência de crises como diferente de zero. Isto implica que os tomadores finais não estão indiferentes ao endividamento em cambiais e moeda local. Da mesma forma, com a existência de garantias implícitas, o maior risco associado à assunção de dívidas em moeda estrangeira torna-se o elemento definidor da expansão do crédito fundado no exterior e, portanto, da construção de uma ambiente de fragilidade financeira. Em segundo lugar, a crise só é possível, nos termos descritos anteriormente, com a presença simultânea das garantias governamentais e da imperfeição dos contratos⁵⁰.

Os autores deixam claro que a existência de garantias e imperfeições nos contratos não são características exclusivas dos países em desenvolvimento. Todavia, a regulação prudencial, não incorporada no modelo, é apontada como determinante da redução na assunção excessiva de risco. Neste sentido, os países desenvolvidos, por terem uma regulação prudencial mais sólida, seriam capazes de minimizar a probabilidade de ocorrência de crises do tipo profecias auto-realizáveis. Da mesma forma, a implicação normativa deste argumento, está diretamente vinculada à realização de reformas institucionais que reduzam as distorções governamentais e de mercado.

A especulação dos investidores e os aspectos irracionais das crises recentes tem sido destacados por várias análises convencionais. Radalet & Sachs (1998, 1999), Park & Rhee (1998), Park & Lee (2001), Park & Wang (2000) procuraram demonstrar

⁴⁹ “Se o estoque de dívida denominada em divisas é alto, uma depreciação real pode congelar, gravemente, as rendas de curto prazo, ou mesmo quebrar os bancos. Na medida em que eles defrontam-se com restrições obrigatórias de empréstimos, têm que cortar o crédito do setor de não comercializáveis. A baixa demanda de investimento deste valida a depreciação. O risco de crédito sistêmico criado pelo sistema bancário induz o risco cambial endógeno. Segue que uma ‘faísca’ pode detonar as crises ‘gêmeas’, com a coincidência de uma severa depreciação real e de falências generalizadas. Este ‘mecanismo de crise’ pode ser ativado sempre que os bancos tiverem acumulado uma grande quantidade de dívidas em cambiais.” (Schneider & Tornell, 2000: 4)

⁵⁰ “Se só houvessem garantias, as crises de auto-realização não ocorreriam, porque os bancos poderiam, facilmente, tomar emprestado no caso de uma desvalorização real. Somente se as dívidas forem denominadas em cambiais (por causa das garantias) e se os bancos tiverem restrição de crédito, é que uma queda nos preços pode ser auto-realizável, assim como as falências de bancos e o colapso na demanda. Na ausência dos efeitos sobre os balanços, só se poderia explicar o boom de crédito que caracteriza a assunção de risco através do endividamento, se houver algum choque nos ‘fundamentos’ que crie um substancial risco cambial. Note-se, todavia, que na maioria dos episódios recentes de crise não foi possível identificar tais choques. Por outro lado, se só houver problemas de *enforceability*, os bancos não lucrariam como risco de endividamento. Na verdade, na presença de custos de falência, eles iriam preferir fazer hedge cambial denominando suas dívidas em moeda local. Claramente, na ausência de dívidas em cambiais crises auto-realizáveis não ocorreriam.” (Schneider & Tornell, 2000: 6)

que os países asiáticos teriam sido vítimas do pânico de especuladores incapazes de avaliar corretamente a sua solidez prospectiva. Assim, se por um lado, haviam problemas nítidos de liquidez externa - cujo indicador seria a razão entre a dívida externa de curto prazo e as reservas internacionais, em deterioração -, 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 aqueles 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 & Velasco (1998b) formalizaram a relação entre a crise asiática e o problema da liquidez a partir da adaptação do modelo de Diamond & Dybvig (1983) 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 arregimentar, no curto prazo, recursos cambiais para fazer frente àqueles compromissos. A liberalização financeira e o estímulo originado da estabilidade nominal do câmbio permitiram o excesso de endividamento a prazos de maturação cada vez mais curtos. Somando-se às garantias de empréstimos em última instância pelas A.M.s, criou-se o cenário da crise. Nesse contexto, o processo de corrida bancária é determinado por uma crise de confiança dos credores internacionais e intermediários financeiros. Esta 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 coordenação⁵¹.

Chang & Velasco (1998) deixam claro que os modelos de primeira e segunda geração seriam inadequados para explicar a crise asiática. Para eles, qualquer esforço de formalização do caso asiático deveria: (i) considerar que o mau comportamento dos governos não seria o fator gerador da crise, como sugerem os modelos de crise de balanço de pagamentos a la Krugman (1979); (ii) acomodar distintas situações

⁵¹ “.... quando os agentes financeiros domésticos contratam dívidas de curto prazo no exterior para financiar investimentos menos líquidos, torna-se possível a emergência de falhas de coordenação. Nenhum credor individual achará lucrativo rolar seus empréstimos se acreditar que os outros não irão fazê-lo e que, conseqüentemente, forçará os devedores domésticos à quebra. Assim, o súbito aumento na necessidade de liquidez pode, de fato, romper o sistema financeiro, confirmando as expectativas dos credores.” (Chang & Velasco, 1998b: 37).

macroeconômicas, na medida em que as EACs não teriam convivido com uma significativa retração econômica no período pré crise, reduzindo a importância do dilema crescimento *versus* estabilidade cambial dos modelos de segunda geração; (iii) explicar sua especificidade, na medida em que nos anos 1980 e início dos 1990, os países asiáticos conviveram com níveis elevados de déficit em conta corrente e nem por isso entraram em crise; da mesma forma, vários países latinos teriam, ao longo da segunda metade dos anos 1990, convivido com um grau de fragilidade externa semelhante às EACs sem experimentarem a ruptura econômica daqueles; (iv) e ser aderente às regularidades empíricas normalmente associadas às crises gêmeas, além de contemplar a natureza da contração econômica, considerada pelos autores muito maior do que a fragilidade dos *fundamentals* poderia indicar.

O FMI e o BM incorporaram vários argumentos dos novos modelos em suas análises. O FMI admitiu que a globalização financeira alterou a própria natureza das crises financeiras, ao ampliar a possibilidade de contágio entre regiões cujos *links* comerciais e, mesmo, financeiros, não seriam tão significativos (IMF, 1999a). O crescimento das poupanças institucionais e a proliferações 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 dos investidores, os *pay offs* associados à busca de informações relevantes sobre cada um dos ativos-país que compõem seus portfólios. Como desdobramento lógico, argumenta-se (IMF, 1999) que comportamentos de “seguir o líder” seriam perfeitamente racionais, mesmo que implicando ciclos de *boons and busts*⁵².

Para o FMI (IMF, 1999c), a base objetiva para as crises do tipo “profecia auto-realizável” derivar-se-ia dos seguintes fatores: (i) as redes de proteção financeira, criadas ao longo das últimas décadas, estariam diminuindo, entre os investidores, a percepção correta do risco; (ii) as novas técnicas de gerenciamento de risco⁵³,

⁵² Calvo & Mendonza (1997) destacaram-se no desenvolvimento dos fundamentos analíticos desta linha de modelos baseados na idéia do “comportamento de manada racional” que explicaria o efeito-contágio.

⁵³ “Um aspecto chave na finança moderna está em se depositar confiança no gerenciamento de risco, e nas medidas e sistemas de controle. Agora, as instituições financeiras usam modelos de gerenciamento de risco e de teste de *stress* para mensurar o risco do capital (e, em última instância, o risco de insolvência) em suas posições de investimento. Modelos *Value-at-Risk* (VAR) são uma forma de alcançar esse objetivo, na medida em que quantificam o montante de capital de uma firma que está exposto em um certo período de tempo, condicionado a vários pressupostos. De acordo com essa metodologia, se o risco potencial é muito grande, a firma pode ajustar seu portfólio para reduzir o valor em risco (a perda no portfólio de uma firma não poderia exceder mais do que uma pequena probabilidade.” (IMF, 1999c:124). Além disso, as técnicas de *hedge* dinâmico, *portfolio insurance*, os testes de *stress etc.* procuram avaliar

tornariam o mercado mais sensível à mudança de parâmetros-chave, ou seja, novas informações e/ou reavaliação de riscos específicos; (iii) 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; (iv) 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.

O BM também passou a reconhecer os efeitos potencialmente perversos dos fluxos recentes de capitais e do comportamento especulativo dos investidores estrangeiros em relatórios posteriores à crise da Ásia⁵⁴ (World Bank, 1997, 1998, 2000 e 2000c).

4.3.2 A Reação Política e a Nova Arquitetura do Sistema Financeiro Internacional

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: (i) a manutenção de políticas fiscais e monetárias contracionistas como forma de reestabelecer a estabilidade cambial; (ii) a adoção de reformas indutoras da homogeneização dos parâmetros de gestão, tratamento aos investidores e publicidade das informações econômicas; (iii) o aprofundamento da internacionalização, especialmente nos setores de serviços e em

as mudanças de rentabilidade da carteira, dadas trocas de ativos, em cenários alternativos ou a partir de mudanças súbitas no comportamento de parâmetros relevantes.

⁵⁴ O Banco afirma que a despeito "... da disponibilidade pública de grande volume de informações relevantes, o ágio de risco dos bônus da Tailândia antes da crise não refletiam essa informação" e que mesmo "com a posterior disponibilidade de certas informações novas (...) a revisão dos adicionais de risco parece ter sido maior do que a que poderia ser explicada apenas por este fato. Recordando Keynes, ao comparar os mercados de valores com os concursos de beleza, parece que os participantes do mercado estavam preocupados não com os valores fundamentais, mas sim com o que os outros pensavam." (World Bank, 1998: 89-90).

finanças; (iv) e o aprimoramento da supervisão sobre as instituições financeiras domésticas (IMF, 1998a, 1998b).

Com isso, a crise asiática também tornou-se um ponto de inflexão no debate de proposições políticas. As políticas de ajuste macroeconômico e reformas estruturais, impostas pelo FMI aos países asiáticos foram alvo de severas críticas pois, segundo vários analistas⁵⁵, teriam contribuído para o agravamento da crise. A sua contundência, afetando economias relativamente sólidas, e a rapidez do efeito contágio, atingindo os mercados emergentes e os países industrializados, fomentou um crescente questionamento sobre os limites da desregulamentação dos mercados financeiros⁵⁶ (White, 2000).

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 - SFI. Foram criadas comissões especiais, formadas por representantes de órgãos multilaterais, governos nacionais e agentes relevantes, para avaliar essa situação e estabelecer novos parâmetros balisadores para as políticas macroeconômicas e reformas estruturais, bem como para as decisões dos agentes privados e 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 da normas de *good practice* da gestão bancária e corporativa.

O FMI (1999b) trouxe um conjunto de seis propostas para o fortalecimento da arquitetura financeira internacional⁵⁷: (i) a promoção de uma maior transparência das

⁵⁵ No plano do *mainstream*, Jeffrey Sachs e Stiglitz foram os autores que mais aprofundaram sua crítica ao FMI (Radalet & Sachs, 1998, 1999, Furman & Stiglitz, 1999, Stiglitz, 1998, 1998b).

⁵⁶ Tornaram-se notórias as divergências nos corredores do BM, onde o então economista-chefe e vice-presidente, Joseph Stiglitz, passou a criticar, de forma cada vez mais enfática a liberalização financeira, os efeitos distributivos assimétricos do processo de globalização e a atuação dos órgãos multilaterais, especialmente o FMI – seu despreparo para lidar com as especificidades locais e o viés pró investidores/credores (Stiglitz, 2000) . Em sua crítica ao Consenso de Washington, Stiglitz (1998b) enfatizou a necessidade do desenvolvimento nacional ser “sustentável, igualitário e democrático” (Stiglitz, 1998b) e procurou avançar com relação às proposições mais convencionais: defendeu o fortalecimento da institucionalidade financeira dos países em desenvolvimento – com o aperfeiçoamento da regulamentação financeira, políticas que facilitassem a transferência de tecnologia e estimulassem a transparência, etc. - porém, de forma associada a uma redução da liberdade dos fluxos internacionais de capitais de curto prazo. Por seu turno, Krugman fez um duplo movimento de recuo: além de reconhecer, no plano teórico, a insuficiência de sua análise inicial da crise asiática (Krugman, 1998, 1999), no plano político esse autor admitiu que, em algumas circunstâncias, como no caso da Malásia, os controles de capitais seriam necessários, já que a instabilidade financeira internacional seria constitutiva do processo de globalização (Krugman, 1999b). Especialmente em um mundo que, por não ser mais bipolar – EUA *versus* União Soviética -, deu margem ao enfraquecimento de políticas reguladoras e compensatórias.

⁵⁷ No seu relatório semestral (*WEO*), de maio de 1998, o FMI fez uma avaliação da crise asiática e reconheceu, pela primeira vez, o papel do comportamento curto-prazista dos investidores estrangeiros na eclosão das crises financeiras dos mercados emergentes: “Os fatores externos também desempenham um papel. Os maciços fluxos de capitais para os mercados emergentes eram dirigidos, em um grau importante, por uma subestimação do risco por parte dos investidores internacionais, que buscavam retornos mais elevados no num período de oportunidades de investimento

informações econômicas, através da uniformização de códigos de conduta e do aperfeiçoamento do *Special Data Dissemination Standard (SDSS)*⁵⁸; (ii) o fortalecimento dos mecanismos domésticos de supervisão das instituições financeiras, o que marcou uma significativa modificação de ênfase no *mix* de reformas estruturais recomendadas aos países em desenvolvimento; (iii) a adequação da seqüência de abertura da conta capital, onde admitiu-se 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 volatilidade⁵⁹; (iv) o estímulo para que os agentes privados participem da prevenção e dos ajustes pós crise, de modo a evitar o **risco moral** associado aos pacotes de socorro das agência multilaterais e governos, o que poderia ser dar pelo reescalonamento de dívidas, criação de linhas privadas de crédito contingencial etc.⁶⁰; (v) a ênfase na adoção de políticas cambiais compatíveis com a situação macroeconômica doméstica, onde alerta-se 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,

menos lucrativas no Japão e Europa, devido ao reduzido crescimento econômico que demandava baixas taxas de juros.” (IMF, 1998a: 3). A maioria das propostas do relatório anual de 1999, destacadas no texto, já havia sido, então, apresentada. No entanto, há diferenças de detalhamento e ênfase. No *WEO*, de maio de 1998, as recomendações foram resumidas num quadro (Box 3, pgs. 10 a 12). No *WEO* de outubro de 1999 um capítulo denominado “*Strengthening the architecture of the international financial system*” foi dedicado ao detalhamento das propostas e pela primeira vez reconheceu-se, explicitamente, a necessidade de reformar o (SFI).

⁵⁸ O *Special Data Dissemination Standard* (SDDS), instituído em 1996, constituiu um padrão de “*good practice*” para a disseminação dos dados econômicos e financeiros dos países membros do Fundo, que pretende promover da transparência e da *accountability*, principalmente em relação às informações sobre reservas internacionais e dívida externa dos países. O FMI tem estimulado o desenvolvimento e a adoção de padrões internacionais nas áreas de sua direta responsabilidade (disseminação de dados, transparência das políticas monetária, fiscal e financeira) e, em conjunto com outras instituições, como o BIS, na área de supervisão bancária.

⁵⁹ O Fundo também reconheceu que haveria evidências de que esses controles tendem a melhorar o perfil dos ingressos. Já os controles sobre as saídas de capitais seriam objeto de maior controvérsia. Argumenta-se que esses controles não constituir-se-iam num instrumento efetivo numa crise. Ao contrário, tenderiam a contribuir para aumentar a severidade do ajustamento e afetar o acesso futuro dos países a fontes voluntárias de crédito (IMF, 1998c, 1999b, Eicheengren, 1999). Quando da crise mexicana, o tema controle de capitais e seqüência da liberalização também havia sido tratado. “Enquanto os pré-requisitos para a liberalização da conta capital são desejáveis por si só, um país que tenha feito pouco progresso em direção da estabilidade macroeconômica e do fortalecimento dos mercados financeiros domésticos necessitará tomar precauções sobre a remoção das barreiras aos fluxos de capitais (...) Embora a liberdade nos movimentos de capitais promova crescimento e aprimore a alocação de recursos no longo prazo, a liberalização dos movimentos de capitais pode ser feito gradualmente (...) Todavia, restrições sobre os movimentos de capitais não pode ser visto como um substituto para fortes esforços de ajuste...” (IMF, 1995).

⁶⁰ Dois tipos de medidas foram indicadas: (a) medidas *ex ante* - linhas contingentes de crédito privado, alongamento dos prazos das linhas de crédito interbancárias a partir da introdução de *call options* nos contratos, emissão de “*structured notes*”, nas quais o serviço da dívida variaria contra-ciclicamente; e garantias oficiais, (b) e, *ex post*, como a rolagem negociada da dívida externa, que ocorreu no caso da Coreia. Em relação a esse tipo de medida, o Fundo reconhece que a reestruturação de bônus soberanos talvez não possa seguir uma receita, mas deve ser considerada caso a caso, pois envolve um *trade-off* entre o alívio imediato em termos de pagamento externo e o acesso futuro do país às fontes de crédito voluntárias.

não evita a tomada excessiva de risco; (vi) e, 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 externas⁶¹.

Note-se que essa proposta tem forte aderência às 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 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 a 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 BM também vem enfatizando a introdução de reformas na arquitetura do SFI. Seu relatório anual de 1999 (World Bank, 1999) dedicou um capítulo à discussão de formas de prevenção das crises. Admite-se que a volatilidade dos mercados cambial e financeiro no final dos anos 1990 esteve diretamente vinculada a duas modalidades de fluxos de capitais, os investimentos estrangeiros de portfólio e os empréstimos bancários de curto prazo, e que a reversão dos fluxos, associada seja a ataques especulativos, seja ao efeito-contágio, pode ter efeitos perversos inclusive sobre sistemas financeiros robustos. Na visão do BM, a resposta política a esse dilema deve envolver uma seqüência adequada de reformas financeiras que garanta aos países em desenvolvimento a manutenção da estabilidade e a absorção dos benefícios da integração nos mercados internacionais de capitais.

Quatro propostas de política foram destacadas, duas das quais também recomendadas pelo FMI: o aperfeiçoamento da regulamentação dos sistemas financeiros domésticos e adoção de uma seqüência apropriada na liberalização da

⁶¹ O Fundo aprovou, em abril de 1999, uma nova linha de crédito, a “*Contingent Credit Lines*” (CCL).

conta de capital⁶². As duas propostas não coincidentes com o Fundo foram: a atração de investimentos externos de longo prazo mediante a construção de um ambiente econômico saudável, o que inclui investimento em capital humano, eliminação de distorções nos mercados domésticos, liberalização comercial, criação de um regime estável de direitos e obrigações dos investidores (privatização, compromisso com as regras da OMC, etc.); e uma maior cooperação internacional e regional na implementação das políticas macroeconômicas (monetária, fiscal e cambial) e na área de regulamentação bancária, a qual deveria incentivar a constituição de redes regionais de prevenção e resolução das crises (diante do potencial de contágio dentro das regiões)⁶³.

A reforma da arquitetura financeira internacional envolve quatro frentes de propostas (Eichengreen, 1999, 1999b e 2001, Rogoff, 1999, Park & Wang, 2000, IMF, 2000f, Goldstein, 2001, United Nations, 2001): (i) as que fixam regras globais e instituições de regulação para os fluxos de capitais; (ii) as que especulam sobre os regimes cambiais mais adequados; (iii) as que propõem mecanismos de ordenamento dos conflitos entre credores e devedores; (iv) e as que pregam reformas na atuação dos órgãos multilaterais, especialmente o FMI. Os fóruns multilaterais - FMI, G7, BIS, OCDE, FSF, entre outros - têm se esforçado na definição de parâmetros regulatórios globais, a partir da experiência dos países centrais⁶⁴. Além disso, têm focalizado a necessidade dos governos nacionais, nos países em desenvolvimento (devedores), adotarem tais padrões. Esta tem sido a tônica das propostas do *establishment* oficial

⁶² Vale mencionar que no Relatório do BM a discussão sobre a seqüência da liberalização financeira está mais detalhada. Um aspecto mencionado, que não consta do Relatório do FMI, é a necessidade de desenvolvimento do mercado de ações: transparência, informações acuradas, códigos legais sobre os direitos dos acionistas, regras de *disclosure*. Mercados desenvolvidos atraem investidores estrangeiros e contribuem para a estabilidade dos fluxos de capitais

⁶³ O embrião dessa proposta pode ser encontrado no relatório de 1997 que trata da importância da ação coletiva internacional: "Consultas mais estreitas entre os bancos centrais e reguladores financeiros poderiam ajudar a melhorar as estruturas reguladoras e as práticas financeiras nacionais. E uma cooperação maior entre autoridades nacionais poderia ajudar a estabelecer procedimentos de assistência mútua em casos de crise, como é o novo mecanismo estabelecido pelo FMI para ajudar países membros a absorverem choques externos" (World Bank, 1997:143)

⁶⁴ O FSF (*apud* United Nations, 2001:80) identificou os seguintes *standards* (em parênteses o órgão responsável): (i) Código de Boas Práticas na Transparência das Políticas Monetária e Financeira (FMI); (ii) Código de Boas Práticas na Transparência da Política Fiscal (FMI); (iii) SDSS e GDDS para transparência e disseminação de informações econômicas (FMI); (iv) Princípios e Guia em Sistemas Efetivos de Insolvência (BM); (v) Princípios de Governança Corporativa (OCDE); (vi) Padrões Internacionais de Contabilidade (Comitê das Associação Internacional de Contabilidade); (vii) Padrões Internacionais de Auditoria (Federação Internacional de Contadores); (viii) Princípios Fundamentais de Sistemas de Pagamentos Sistemáticamente Importantes (Comitê Sobre sistemas de Pagamento e Compensação do BIS); (ix) Integridade dos mercados e prevenção da lavagem de dinheiro através das "Quarenta Recomendações da Força de Tarefa de Ação Financeira (FTAF); (x) Princípios Fundamentais de uma Supervisão Bancária Efetiva (Comitê da Basiléia para Supervisão Bancária); (xi) Objetivos e Princípios da Regulação de *Securities* (IOSCO); (xii) Princípios da Supervisão de Seguros (IAIS).

(Fischer, 1999 e 2000, Summers, 1999, Meltzer, 2000, IMF 2000f, G7, 2000) e privado (Council of Foreign Relations, 1999), que também enfatizam reformas no FMI.

Por outro lado, a sugestão de criação de instituições reguladoras globais – um tribunal internacional para a arbitragem de conflitos de dívidas, um banco central internacional, uma agência reguladora das finanças, uma companhia internacional de seguro de crédito, etc.⁶⁵ – com poder de coerção sobre os países centrais (credores) tem permanecido, em geral, no âmbito das discussões acadêmicas.

Três pontos sustentam a racionalidade dos “globalistas”. Em primeiro lugar, argumenta-se que as instituições herdadas de Bretton Woods teriam nascido em um mundo onde a liberdade irrestrita aos fluxos de capitais era entendida como sendo incompatível com o objetivo maior: manutenção da estabilidade cambial com expansão do comércio sob bases multilaterais. Por conta disso, nem o FMI, nem o Banco Mundial ou o GATT/OMC, possuiriam mecanismos legais capazes de dar conta da regulação da conta capital, nos marcos do estágio atual de avanço na integração financeira internacional. Em segundo lugar, argumenta-se que a internacionalização dos negócios teria modificado radicalmente as bases geográficas da regulação. Sem uma contrapartida adequada, em termos de regras e poder de coerção, também globais, haveria uma tendência permanente de instabilidade. Isto porque, segue o terceiro argumento, os investidores privados tenderiam a explorar os diferenciais regulatórios, potencializando os comportamentos miméticos e irracionais dos *boom and busts* dos ciclos financeiros recentes (Akyüz & Cornford, 1999, Eatwell & Taylor, 1998, Soros, 1998, Rogoff, 1999, United Nations, 2001).

A definição dos regimes cambiais mais adequados para os países periféricos parte da constatação de que as duas soluções extremas – câmbio fixo ou flexível – possuem custos e benefícios muito claros. O câmbio fixo tenderia a ampliar a confiança na solidez dos arranjos domésticos de política macroeconômica, ao criar um acicate sob o expansionismo fiscal/monetário. Por outro lado, poderia induzir o risco moral, sempre que os agentes acreditarem que este arranjo é um seguro contra

⁶⁵ No âmbito das discussões do G7, o governo inglês propôs a criação de uma superagência global de regulação financeira, a partir da fusão do FMI, BM e BIS; a A França, com o intuito de reduzir a influência dos EUA nas decisões do FMI, sugeriu ampliar o poder decisório do Comitê de Ministros das Finanças do Fundo; a Alemanha defendeu as *target zones* para as principais divisas internacionais, como forma de reduzir a instabilidade; e o Canadá alinhou-se à defesa de um maior poder de arbítrio do FMI sobre os credores, inclusive com a invocação de suspensão temporária do pagamento de dívidas em caso de crise (Einchengreen, 1999). Na linha globalista, Garten (1998) propôs a criação de um Banco Central Mundial; Sachs (1998 e 1998b) defendeu a criação de um tribunal internacional para o equacionamento de conflitos credor-devedor; e Soros (1998) uma agência de seguros global.

desvalorizações. O câmbio flexível permitiria a manutenção do ativismo monetário, pela absorção, via câmbio, dos choques externos. Tornaria, também, os agentes mais propensos a conter o descasamento em divisas de suas estruturas patrimoniais. Todavia, tenderia a introduzir um forte componente de incerteza, especialmente em um mundo onde a integração financeira gerou uma forte interdependência – objetiva (vínculos comerciais e financeiros) e subjetiva (associada à formação das expectativas dos agentes) – entre os mercados cambiais e financeiros de distintos países. A crise de um certo país poderia contaminar outras economias, com fundamentos mais sólidos, via pressões no mercado cambial (Musa et. al., 2000, Fischer, 2001). Em que pesem aqueles *trade offs* o *establishment* político e financeiro internacional tem defendido a adoção, pelo emergentes, de uma das soluções extremas. Ou, de outra forma, condenado o câmbio administrado (Meltzer, 2000 Summers, 1999, Council of Foreign Relations, 1999).

Um dos determinantes centrais da instabilidade nos mercados emergentes seria exógeno: a forte flutuação entre o valor das três principais divisas-chaves da economia mundial - dólar, marco/euro, iene. Com a ruptura do Acordo de Bretton Woods, criou-se um vácuo institucional de ordenamento dos mercados cambiais, induzindo episódios recorrentes de instabilidade⁶⁶. Os países centrais, ao emitirem as moedas que lastreiam suas dívidas, sofreriam menos do que os países periféricos, com moedas inconvertíveis e fortemente dependentes do financiamento externo (Goldstein, 2001). Neste sentido, sem a estabilização nas principais divisas, através da adoção de compromissos institucionais mais claros e sólidos⁶⁷, tenderia a tornar-se inócuo todo e

⁶⁶ O Relatório encomendado em 1999 pelo *Interim Committee of the Board of Directors* do FMI constatou que: “O regime cambial do sistema monetário e financeiro internacional de hoje, e o próprio sistema, são profundamente diferentes, na concepção e funcionamento, do que fora deslumbrado no encontro de Bretton Woods ... A concepção que fundou o sistema era de que taxas de câmbio fixas mas ajustáveis evitariam a volatilidade desnecessária e as desvalorizações competitivas, que caracterizaram as taxas de câmbio flexíveis, enquanto permitiriam a flexibilidade suficiente para o ajuste de desequilíbrios fundamentais, sob supervisão internacional. Esperava-se que os fluxos de capitais desempenhassem um papel limitado no financiamento dos desequilíbrios de pagamentos e que o uso generalizado de controles iria isolar a economia real da instabilidade oriunda dos fluxos de capitais de curto prazo. Financiamentos oficiais temporários dos desequilíbrios de pagamentos, principalmente através do FMI, suavizariam o processo de ajuste e evitariam distúrbios desnecessários em conta corrente, nos fluxos de comércio, na produção e emprego. No sistema atual, as taxas de câmbio entre as principais moedas flutuam a partir das pressões das forças de mercado, com uma significativa volatilidade de curto prazo e largas mudanças ocasionais no médio prazo.” (Mussa et. al., 2000:5). Entre 1980 e 1998, o marco e o iene apresentaram desvios-padrões de mais de 5% na flutuação frente ao dólar (dados trimestrais). As flutuações de médio prazo chegaram a 130%. Tal volatilidade (e tendência de apreciação para o marco e iene) também foi verificada nas medidas de taxas reais e efetivas.

⁶⁷ A Unctad (United Nations, 2001) identificou as seguintes propostas: (i) a introdução de *target zones*, onde EUA, Japão e a Eurolândia comprometer-se-iam em intervir, de forma coordenada nos mercados cambiais para manter suas moedas dentro de um certa banda de flutuação; isto pressuporia uma maior coordenação das políticas macroeconômicas e a necessidade de colocar a supervisão do processo a cargo de um órgão multilateral, o FMI, por exemplo; (ii) a criação de uma moeda única, a ser emitida por um Autoridade Monetária Internacional, que também

qualquer esforço dos países periféricos em ajustarem suas políticas macroeconômicas e regimes cambiais na busca de estabilidade (United Nations, 2001). Um *second best* à ausência de um arranjo global seria a implementação de acordos regionais – moedas únicas, *swap* de reservas cambiais, fundos de estabilização, etc. - capazes de gerar “mecanismos coletivos de defesa” para as moedas inconversíveis (Eichengreen, 1999, Musa et. al., 2000).

Crises financeiras geram um rastro de dívidas não honradas. A inexistência de regras globais capazes de ordenar a reestruturação destes passivos, de forma voluntária ou coercitiva, bem como a ausência de instituições com legitimidade para garantir a supervisão e o cumprimento dos acordos, dificulta o equacionamento das crises. Neste sentido, várias propostas tem sido sugeridas, que vão do incentivo ao *bailing in* dos investidores privados, preferencialmente de forma voluntária, até a criação de instituições capazes de fixar os termos de uma renegociação (Eichengreen, 1999). A UNCTAD (United Nations, 2001), em linha com a sugestão de Sachs (1998, 1998b), defende a criação de uma Corte Internacional de Falências, através de um tratado internacional ratificado pelos membros da ONU, e que seria responsável pela aplicação de um Código de Falências capaz de evitar uma corrida contra os ativos dos devedores, especialmente no contexto de uma crise de liquidez, ao mesmo tempo em que se protegeriam os direitos dos credores⁶⁸.

Uma alternativa menos radical seria a definição para os devedores de procedimentos para suspensão temporária dos pagamentos e de concessão de novos empréstimos capazes de lastrear o pagamento da dívida velha, na base de acordos voluntários. As dívidas soberanas seriam negociadas diretamente – credor *versus* devedor – e as dívidas privadas seriam equacionadas pelos judiciários nacionais. Os instrumentos de dívida poderiam definir, *ex-ante*, os termos de uma eventual renegociação como a de que o devedor comprometer-se-ia em aceitar os termos legais

exerceria a função de prestador em última instância. A Unctad admite que essa alternativa radical teria baixa viabilidade política no estágio atual de integração da economia internacional, posição também sustentada por Eichengreen (1999) e Rogoff (1999). Reinhart & Reinhart (2000) encontraram evidências empíricas de que com a estabilização das taxas de câmbio do G3 e das taxas de juros, os emergentes tendem a crescer mais – até 1,25% a.a..

⁶⁸ Sugere-se a adoção de mecanismos semelhantes ao capítulo 11 da Lei Americana de Falências, que estabelece os termos de reestruturação financeira no caso de uma liquidação. Esta Lei permite a suspensão temporária do pagamento da dívidas, ao se considerar que, uma vez ilíquida, mas potencialmente solvente, qualquer corrida contra os ativos da liquidante torna-se prejudicial para a própria e para os credores enquanto grupo. Além disso os credores podem ofertar o capital de giro que garantiria a continuidade das operações da liquidante, tendo prioridade no resgate desta nova dívida. Fixam-se, também, parâmetros, para o alongamento e cancelamento de dívidas, conversões de dívida em capital, etc. (United Nations, 2001:68).

definidos pelo judiciário do país credor (Eichengreen, 1999, 1999c, 2001, e Rogoff, 1999).

Esta alternativa é criticada pela UNCTAD, que defende uma distribuição mais eqüitativa do ônus derivado das situações de iliquidez. Isto só seria possível com a mediação de uma parte neutra, com legitimidade institucional e poder de coerção, evitando-se o abuso de poder na definição das cláusulas contratuais dos instrumentos de dívida (United Nations, 2001:69). A adoção de Cláusulas de Ação Coletiva (CAC) nos instrumentos de dívida poderia ser a via do meio, ao permitir o equacionamento ordenado dos *defaults* em um cenário de envolvimento - *bailing in* - *ex ante* dos credores, a partir de uma coerção legal: os governos dos países credores deveriam forçar legalmente a sua adoção (Council of Foreign Relations, 1999, Goldstein, 2001)

A recorrência das crises financeiras nas últimas décadas, os custos elevados e o risco moral do *bail out*, os impactos recessivos das políticas de ajuste e das condicionalidades, a fragilidade na supervisão dos países membros, o tratamento não eqüitativo de credores e devedores – com um viés favorável aos primeiros -, a falta de transparência nos processos internos de decisão, entre outros motivos, têm sido utilizados no processo de crítica ao FMI, especialmente depois da crise asiática. Por outro lado, as propostas de alteração na arquitetura financeira internacional passam por modificações na atuação do Fundo⁶⁹ em pelo menos três aspectos: (i) na estruturação das políticas de ajuste; (ii) na supervisão dos países membros; (iii) e na provisão de liquidez – tamanho, prazo e custo dos empréstimos.

Para a UNCTAD (2001), em que pesem as críticas à inadequação do ajuste recessivo nas EACs e ao excesso de novas condicionalidades associadas à ajuda financeira na região, o período pós crise caracterizou-se pelo aprofundamento da tendência de tratamento assimétrico dos países devedores e credores. O Fundo concentrou-se na elaboração, implementação e monitoramento de códigos de boa gestão fiscal, monetária e financeira, sugerindo e/ou impondo – de forma condicionada – sua adoção pelos países em desenvolvimento. Porém, sua capacidade de supervisão ter-se-ia mostrado insuficiente para influir sobre os determinantes da instabilidade global originados nos países centrais⁷⁰, como as flutuações entre as principais divisas

⁶⁹ Krueger (2000) desenvolveu uma síntese rigorosa sobre o padrão de intervenções do FMI, ao longo do tempo.

⁷⁰ Frenkel & Roubini (2000) mostram que as políticas monetária e financeira dos países centrais (PDs), especialmente dos EUA, podem induzir episódios de crises nos países em desenvolvimento (PEDs). Além disso, o ritmo de crescimento e as políticas de comércio exterior podem gerar efeitos negativos ou benéficos: “A renda nos países em desenvolvimento é pró-cíclica, aumentando quando o crescimento nos países industrializados é forte, e caindo, quando não. O canal de transmissão mais visível é o comércio.” (p.5). Os autores estimaram, para o período 1977-1999, que

internacionais, os impactos das variações das suas políticas monetária e financeira ou os interesses de curto prazo dos seus investidores privados. Desde meados dos anos 1970, nenhum dos principais países industrializados demandou o auxílio financeiro do FMI, o que, para alguns analistas, explicaria esse menor de poder de supervisão sobre os “credores” (Eichengreen, 1999, Krueger, 2000, Frenkel & Roubini, 2000).

As crises nos anos 1990 têm se caracterizado mais por serem crises da conta de capital, e não de conta corrente, com o padrão verificado entre os anos 1950 e 1980 (Yoshitomi & Shirai, 1999, Krueger, 2000). Isto tem gerado uma intensa discussão sobre que condições de financiamento do Fundo seriam mais adequadas ao equacionamento das crises do “século XXI”. Há os que defendem a extinção dos limites quantitativos atuais para os empréstimos, porém com a fixação de custos de mercado e prazos menores. Há os que sugerem que as modificações em curso no FMI estão no caminho correto: manter limites quantitativos, ainda que estendidos; prazos mais dilatados e custos inferiores aos do mercado privado de capitais, especialmente quando considera-se os períodos de *stress* (Goldestein, 2001). O Fundo criou linhas voltadas para o equacionamento – a Linha de Reserva Suplementar (LRS), criada em dezembro 1997⁷¹ para o enfrentamento da crise coreana – e prevenção – Linha de Crédito Contingencial, criada em 1999 - de dificuldades de pagamentos originadas por “súbitas

cada ponto percentual de aumento no crescimento do G7 gera 0,78 pontos percentuais de crescimento nos PEDs e uma ampliação de US\$ 7,5 bilhões de incremento em conta corrente. Os déficits em transação corrente nos PEDs são financiados pelo influxo de capitais dos PDs, a partir de vários estímulos, nos quais se destacam o diferencial de juros (mais alto nos PEDs) e o nível de poupança – privada e pública – dos PDs. Porém, quando há um refluxo de capitais, cria-se o cenário das crises. Além disso, o déficit em conta corrente dos EUA seria maior que o verificado no conjunto dos emergentes. Com isso, os EUA competem com os PEDs na atração de capitais. Em momentos de *stress* (que ampliam a aversão ao risco) ou de elevação nas taxas de juros norte-americanas, os PEDs sofrem uma severa restrição de crédito. Cada ponto percentual de aumento nas taxas de juros internacionais gera o aumento de um ponto percentual de probabilidade de crise cambial. O aumento em 3% dos juros nos EUA em 1994 teria precipitado a crise mexicana, reproduzindo o cenário da crise da dívida dos anos 1980. Os autores reportam as seguintes estimativas (período 1984-1999): (i) um aumento de 1% nos *US Fed Funds* é estatisticamente correlacionado com uma queda de 15% no índice IFC Global para o mercado acionário (29% no caso da América Latina); (ii) 1% de aumento na taxa de juros do G7 gera uma queda do IFC em 37%; (iii) e uma queda no crescimento dos PEDs em 0,39 pontos percentuais (0,77 na A.L.).

⁷¹ Os empréstimos do tipo *Standby* são limitados a 100% da quota anual de cada país membro. Em condições excepcionais o este limite pode chegar a 300%, cumulativamente (como no México, em 1994). A Reserva Suplementar inova ao não impor limites formais no financiamento. Seguindo a idéia de taxas de juros punitivas, implícitas à noção usual da função de empréstimo em última instância, seus juros são maiores que os do *Standby* e crescem quanto maior o prazo (Fischer, 2001). As taxas usuais do *Standby* e dos Financiamento Estendido (EFF – Extendend Financing Facility) - calculadas pela média ponderada da taxa de juros dos EUA, França, Alemanha, Japão e GB – ficaram em 4,7% em 1997, 4,4%, em 1998, 3,9%, em 1999 e 5,1% em 2000. O prazo dos financiamentos era de até 3 anos, com desembolsos trimestrais, aos quais seguem amortizações; nos EFF – que visa dar suporte a reformas estruturais nas economias em crise – o prazo era de até 10 anos. O pagamento total envolve um período entre 3 ¼ e 5 anos. A taxa da Reserva Suplementar tem um custo entre 3% e 5% acima das taxas normais do Fundo, e prazos encurtados: 1 até 1 ½ ano. Em setembro de 2000, o Fundo aprovou o encurtamento dos prazos do *Standby* – para 2 ¼ até 4 anos – e do EFF para 4 ½ até 7 anos.

mudanças na confiança de investidores e credores” (Fischer, 2001). Tais instrumentos não eliminariam o problema do risco moral, por mais que o FMI condicione seu acesso ao envolvimento dos credores privados - compartilhamento de perdas (United Nations, 2001).

Por conta disso, surgiram propostas de transformar o FMI em um prestador em última instância *de facto* (Fischer, 1999, Meltzer, 2000)⁷². Isto remeteria a questões mais complexas, envolvendo a legitimidade na sua atuação. A Comissão Meltzer enfatiza os critérios de mercado – solvência – na elegibilidade dos beneficiários dos suportes de liquidez.

Todavia, a criação de um ambiente econômico internacional mais estável, pressuporia a adoção de parâmetros de governabilidade minimamente acordados entre as partes – desde logo, em posições assimétricas (Park & Wang, 2000). O acordo de Bretton Woods previa o equilíbrio da tensão entre a necessidade do multilateralismo na esfera internacional e da preservação do pleno emprego, no plano doméstico, pela criação de suportes de liquidez aos problemas de pagamento em conta corrente e a admissibilidade dos controles de capital.

A viabilização de um prestador em última instância na esfera internacional também prescindiria da adoção de mecanismos que permitissem a inclusão dos agentes em posições adversas⁷³ (Eichengreen, 1999, Rogoff, 1999). Na prática, a

⁷² Em 1999, o Congresso dos EUA indicou a formação de uma comissão de especialistas para propor reformas nas instituições multilaterais. A maioria (republicana) da Comissão Meltzer (Meltzer, 2000) defendeu uma redução drástica do papel desempenhado pelas instituições multilaterais – do intervencionismo do FMI e do fomento ao desenvolvimento do BM. O mercado privado deveria prover o crédito para os países emergentes, com a possibilidade dos países extremamente pobres receberem ajuda oficial. O FMI atuaria como prestador em última instância somente para países pré-qualificados. Estender-se-iam os limites de acesso à liquidez para o equivalente a um ano das receitas fiscais do tomador. Para se ter um exemplo, por este critério o Brasil poderia ter recebido US\$ 139 bilhões, em 1998, equivalendo a 3100% da sua quota (Goldstein, 2001:6-7). Porém as condicionalidades (*ex-ante*) da pré-qualificação deveriam obedecer rígidos critérios de mercado (dívidas subordinadas), capazes de sinalizar a solvência de longo prazo. Os empréstimos deveriam ser de curto prazo (até 8 meses), com juros punitivos e com colaterais. A ideia seria ajudar somente países com políticas macroeconômicas saudáveis, mas que estivessem sob risco de contágio. Para os demais países, o FMI deveria atuar como *advisor* de políticas saudáveis. A UNCTAD avalia que o principal problema desta proposta é a falta de clareza quando ao *funding* do Fundo. Se o aporte de recursos do G7 for sua principal fonte de retroalimentação teme-se a manutenção do atual viés de tratamento (favorecimento dos interesses dos países credores), especialmente quando da definição das condicionalidades. A possibilidade da emissão de DES – direitos especiais de saque, sua unidade de conta – conversíveis poderia dar mais autonomia ao FMI. Além disso, a ênfase no financiamento da conta capital, ao invés da conta corrente, implicaria na alteração de todas as linhas usuais do Fundo, em uma subversão do espírito de Bretton Woods, que visava garantir a expansão do comércio sob bases multilaterais, mesmo que isso implicasse restrições temporárias à livre mobilidade de capitais. As novas condicionalidades *market-oriented* da Comissão Meltzer poderiam inviabilizar o acesso à liquidez pela maioria dos países em desenvolvimento (United Nations, 2001).

⁷³ A questão da legitimidade já é um problema na atual institucionalidade. Os países desenvolvidos possuem 61% do poder de voto no FMI e BM. Os EUA tem, virtualmente, poder de veto sobre temas como a alocação dos recursos em DES – e aumento de capital. Para se colocar em perspectiva aqueles mesmos países detêm somente 17% dos votos na ONU e 24% na OMC (United Nations, 2001:75).

Comissão Meltzer exclui a possibilidade dos países com dificuldades estruturais acessarem mecanismos oficiais de suporte de liquidez. Isto fica evidente na crítica feita pelo Tesouro dos EUA, ainda na administração Clinton, à proposta de pré qualificação da Comissão Meltzer: “... esta recomendação impossibilitaria o FMI de ser capaz de responder à emergências financeiras e de dar suporte à recuperação da grande maioria dos seus países membros, possivelmente incluindo todos os países emergentes afetados pelas crises financeiras de 1997 e 1998” (U.S. Treasury, 2000:17).

A percepção que as regras do Acordo da Basileia⁷⁴ de 1988 teriam estimulado a concessão excessiva de créditos de curto prazo aos países do sudeste asiático e à Rússia⁷⁵ - está no centro da nova proposta para a adequação de capital mínimo divulgada em junho de 1999 pelo Comitê de Supervisão Bancária do BIS. *A new capital adequacy framework* pretende aperfeiçoar o marco institucional de modo a evitar a excessiva tomada de risco por parte dos bancos internacionais (Basle Committee, 1999).

A nova proposta já passou por uma rodada de negociações, que resultou num novo documento divulgado em janeiro de 2001, mas seu formato definitivo deve ser divulgado no início de 2002. É sustentada em três pilares disciplinares que se auto-reforçam: reformulação dos critérios de requerimento de capital mínimo; redefinição da supervisão da adequação de capital, e; fortalecimento da disciplina de mercado no monitoramento da adequação de capital, mediante maior transparência e comparabilidade das informações⁷⁶.

No que se refere ao primeiro pilar, mantém-se a definição de capital⁷⁷ e o requerimento mínimo⁷⁸ do Acordo de 1988, mas são propostos novos critérios para a classificação dos riscos. Enquanto neste acordo, ainda em vigor, cada ativo deve ser incluído em uma das cinco categorias de risco definidas pelo Comitê da Basileia, que

⁷⁴ Resume-se aqui a análise contida em Cunha & Prates (2001). Freitas & Prates (2001) detalham a nova proposta de acordo sobre os critérios de adequação de capital e especulam sobre seus impactos prováveis no financiamento externo dos países em desenvolvimento.

⁷⁵ A baixa ponderação de risco aos créditos interbancários internacionais teria estimulado a alavancagem excessiva dos credores (Taylor, 1999).

⁷⁶ Esse aspecto foi objeto de um documento complementar divulgado em janeiro de 2000, *A new capital adequacy framework: Pillar 3 Market Discipline* (Basle Committee, 2000), o qual procura aprofundar a discussão de algumas propostas de fortalecimento do papel do mercado no monitoramento da adequação de capital, mediante maior transparência e comparabilidade das informações (Freitas & Prates, 2001).

⁷⁷ O capital deveria ser composto por *core capital* (*tiers 1*) e *supplementary capital* (*tiers 2*). O *tiers 1* deveria incluir somente ações permanentes e reservas abertas enquanto o *tiers 2* poderia incluir reservas fechadas, reservas resultantes da reavaliação de ativos acima do seu custo histórico, provisões gerais, provisão contra perdas nos empréstimos, instrumentos híbridos de débito que combinam características de ação e débito, e débito subordinado. Pelo menos 50% do capital deveria ser composto por *core capital* (Basle Committee, 1988).

⁷⁸ 8% para a relação entre o capital e a soma dos ativos e das transações não-registradas no balanço, ponderados pelos respectivos riscos (Basle Committee, 1988).

depende do tipo do tomador (corporações privadas, bancos e soberanos) e do fato do país ser membro ou não da OCDE, o novo acordo propõe dois critérios alternativos para a fixação do montante de capital que os bancos precisam deter contra seus ativos: (1) a utilização dos *ratings* de crédito externo (*credit external ratings*) elaborados pelas agências privadas de classificação de risco; (2) a adoção de *ratings* internos (*internal ratings based approach*), elaborados pelos próprios bancos e sujeitos à aprovação das autoridades domésticas de supervisão (Basle Committee, 2001)⁷⁹.

4.4 Convergências e Divergências

Em uma perspectiva histórica, é possível perceber-se a recorrência de episódios de crise financeira, envolvendo tanto os países desenvolvidos quanto os em desenvolvimento. Há, portanto, crises em distintos ambientes institucionais e sob diferentes bases econômicas e contextos conjunturais. A teoria econômica convencional costuma trabalhar os episódios de crises financeiras como resultado de fragilidades nos fundamentos – econômicos e/ou institucionais -, especialmente quando nos países periféricos. A noção, explícita ou implícita, de que os mercados são eficientes e os agentes econômicos perfeitamente racionais, fundamenta aquela percepção. Por outro lado, a ampliação da instabilidade financeira a partir nos anos 1990 tem forçado a utilização, cada vez mais ampla, de argumentos e hipóteses que flexibilizam os supostos usuais dos modelos convencionais.

Os recentes avanços teóricos dos modelos de crise financeira têm permitido a incorporação de fatos estilizados que representam os elementos de instabilidade que têm caracterizado o desenvolvimento da economia internacional, especialmente no que se refere à dimensão financeira do processo de globalização. O caráter incompleto e assimétrico das informações; as incertezas associadas à política econômica – ensejando a ocorrência de equilíbrios múltiplos; os comportamentos de manada de investidores com carteiras fortemente alavancadas; o efeito-contágio; o risco moral derivado tanto das ações dos governos locais, quanto dos pacotes de socorro internacionais; a inadequação dos processos de abertura financeira na periferia; entre

⁷⁹ Há a expectativa que, inicialmente, a maioria dos bancos devem adotar os *ratings* externos, pois somente os grandes bancos internacionais terão condições de desenvolver e adotar sofisticados sistemas de avaliação dos riscos. Alguns bancos já possuem estes sistemas, como o J. P Morgan, que em co-patrocínio com o Bank of America, Deutsche Morgan Grenfell, Swiss Bank Corporation, Union Bank of Switzerland, entre outros, desenvolveu o *CreditMetrics*, aprovado em 1997 (Blanden, 1997). Contudo, a intenção do Comitê é que estes sistemas sejam adotados progressivamente pela maioria dos bancos (Griffith-Jones & Spratt, 2001).

outros, constituem-se em fatores analíticos que traduzem a “cheia do *mainstream*”⁸⁰ na literatura sobre crises financeiras. Portanto, deve-se destacar o avanço que este esforço teórico representa, pois, em certa medida, há uma tendência de convergência crescente entre as análises convencionais e heterodoxas.

Por outro lado, é possível perceber um viés conservador nas propostas de ordenamento das finanças internacionais. Remete-se aos países em desenvolvimento a imposição, agora vinculada na forma de novas condicionalidades dos pacotes de ajuda dos órgãos multilaterais, de reformas institucionais que, em tese, seriam capazes de minimizar os riscos de crise pela supressão de assimetrias informacionais severas. Boa parte destas propostas fundam-se nas análises teóricas da “cheia do *mainstream*” nas finanças. É neste ponto que a tendência de convergência teórica transforma-se em divergência política. A “heterodoxia” associada aos novos modelos neoclássicos de crises financeiras fica restrita, em grande medida, à análise teórica e empírica. Do ponto de vista normativo tende-se a manter a defesa da livre mobilidade de capitais e da homogeneização institucional como forma de reduzir as incertezas políticas em um ambiente de globalização financeira.

As avaliações mais recentes dos órgãos multilaterais – FMI e BM – caracterizaram-se pela busca de adequação de suas propostas de reformas estruturais à realidade de forte instabilidade das finanças internacionais. Neste sentido, a crise asiática demarcou um ponto sem retorno: se as crises anteriores foram relativamente localizadas, como no caso do México em 1994, a crise asiática atingiu economias até então consideradas sólidas, sem um histórico de instabilidade macroeconômica. A perseguição de sólidos fundamentos econômicos e o fortalecimento da supervisão e regulamentação bancária (parte integrante da segunda onda de reformas estruturais, que passou a ser recomendado como aspecto fundamental de prevenção das crises após a crise do México e, principalmente, dos países asiáticos) continuaram sendo peças-chave das proposições de política de ambas as instituições.

Mas, pela primeira vez, o FMI e o BM reconheceram de forma clara e explícita que as crises financeiras não estão determinadas somente a desajustes internos dos países em desenvolvimento, mas também a ataques especulativos desvinculados dos fundamentos, associados seja à mudanças abruptas nos sentimentos dos investidores

⁸⁰ Possas (1995) denominou de “cheia do *mainstream*” ao processo de ampliação da agenda de pesquisa dos economistas neoclássicos. Cunha & Prates (2001) exploraram os impactos desta “cheia” na literatura sobre crises financeiras.

estrangeiros, seja ao efeito-contágio – reavaliação que se tornou inevitável após as sucessivas crises cambiais que atingiram países com diferentes situações macroeconômicas, estruturais e institucionais. Assim, apesar de continuar enfatizando a necessidade de ampliar a transparência dos dados econômicos e políticas domésticas nas diversas áreas (fiscal, monetária, financeira, legal), o Fundo reconheceu, mesmo que implicitamente, a insuficiência dessas iniciativas, que pretendem corrigir as falhas dos mercados na divulgação das informações necessárias para a alocação dos portfólios dos investidores estrangeiros, de modo a evitar-se a tomada de decisões incorretas por parte desses agentes.

Contudo, esses recuos têm um objetivo claro: a manutenção da tendência de globalização financeira, que é vista como irreversível. Segundo o BM, “A mobilidade internacional de capital está aqui para ficar (...) Os desafios que os *policymakers* defrontam, nos países em desenvolvimento, é de como navegar através deste mundo integrado financeiramente.” (World Bank, 1999: 85). Para o FMI, o fortalecimento da arquitetura financeira seria necessário para “... garantir que os benefícios potenciais da globalização atinjam todos os países membros do fundo” (IMF, 1999c: 42).

Várias recomendações são claramente conservadoras. O aumento da transparência em relação à situação macroeconômica e financeira dos países e a adoção de códigos de *good practice* têm como objetivo tornar o mercado mais eficiente num contexto financeiro liberalizado, tanto no sentido de reduzir a incidência de decisões incorretas por parte dos investidores devido a informações imperfeitas, quanto de aumentar a eficácia da “disciplina de mercado”, na medida em que o setor privado passará a discriminar os países que não aderirem às novas práticas. No mesmo sentido, os controles diretos sobre os ingressos de capitais de curto prazo nos moldes adotados pelo Chile (a chamada quarentena), no âmbito da discussão sobre a seqüência ideal de liberalização dos mercados financeiros, têm a função de garantir, a longo prazo, a abertura financeira das economias, e não a sua reversão: “... controles sobre os influxos (de capitais) podem ser justificados em bases prudenciais, nas situações onde o ambiente doméstico institucional e regulatório é frágil, e como uma forma de lidar com as pressões externas dos mercados.” (IMF, 1999c: 47). Segundo o BM “(o) objetivo de uma política seqüencial de liberalização da conta capital é de

aumentar, gradualmente, a tolerância dos sistemas financeiros nacionais à rupturas externas.” (World Bank, 1999: 80).

Já a defesa da necessidade de uma maior cooperação internacional e regional e, principalmente, de um maior envolvimento do setor privado na prevenção e resolução das crises, surgem devido ao receio de que as sucessivas crises financeiras e a fragilização das economias periféricas – mesmo das mais bem sucedidas em termos de crescimento nas últimas décadas – crie uma desilusão em relação às virtudes intrínsecas ao sistema de mercado globalmente integrado ou, no limite, se convertam numa crise global, que abra espaço para propostas mais radicais de reformulação da arquitetura do sistema financeiro internacional, que resultem na reversão do ambiente de finanças globalizadas e liberalizadas - proposta já aventada por alguns organismos multilaterais como a UNCTAD (United Nations, 1998).

Em relação à criação da “*Contingent Credit Line*”, essa linha de crédito, além de constituir um instrumento de prevenção de crises, também tenderá a funcionar como mais uma forma de pressão do FMI sobre os países em desenvolvimento, já que a sua concessão não está livre de condicionalidades. Para obtê-la, o país deve estar implementando políticas consideradas consistentes; seu desempenho econômico precisa ser considerado positivo na avaliação anual do FMI, que também apreciará os avanços na adoção dos padrões internacionais de boa conduta; o membro deve fazer parte do SDDS; o país deve ter relações construtivas com o credores privados e ter feito progressos no sentido de limitar sua vulnerabilidade externa mediante o manejo do seu endividamento externo e das reservas internacionais; deve submeter um programa econômico e financeiro satisfatório (adoção dos padrões internacionais, de políticas cambiais consistentes, etc.).

Em uma perspectiva cética⁸¹ Rodrik (2001) destaca que o esforço dos países em desenvolvimento em ajustarem-se às regras de uniformização institucional *market-*

⁸¹ Ao comentar os requisitos uniformizantes impostos pelos órgãos multilaterais aos países em desenvolvimento, Rodrik (2001:3-4) sugere que as reformas visam proteger os ativos dos investidores dos países centrais, mais do que garantir uma trajetória sustentável de desenvolvimento para a periferia: “Na arena financeira, as reformas complementares tem sido impostas com ainda mais fanfarra e urgência. A visão predominante em Washington e em outras capitais do G7 é que a fragilidade na regulação prudencial, na governança corporativa e nos procedimento legais sobre falências, estavam no coração da crise financeira asiática. Daí o ambicioso esforço do G7 em estabelecer códigos e padrões internacionais cobrindo [temas como] a transparência fiscal, as políticas monetária e financeira, a supervisão bancária, a disseminação de dados, a governança corporativa, e os padrões contábeis. O *Financial Stability Forum (FSF)* – uma agência com *nenhum* país em desenvolvimento como membro – designou doze destes padrões como sendo a chave para [a constituição] de sistemas financeiros saudáveis nos países em desenvolvimento..... Na perspectiva de como surgiram as demandas que originaram tais pré-requisitos, um cínico pode ser desculado por imaginar que a razão de tudo estaria em se buscar garantir a cobertura de eventuais prejuízos [para as decisões de investimento dos agentes econômicos dos países centrais]. Afinal, quando de um desempenho decepcionante no crescimento ou uma crise

friendly impõe um custo não desprezível, com benefícios, em termos de aumento do crescimento e bem-estar, que vêm se apresentando muito aquém do sugerido pela retórica liberal. Uma estratégia de desenvolvimento bem sucedida deveria ser capaz de combinar os benefícios da integração com os mercados globais e a geração endógena de forças econômicas e sociais capazes de refletir as especificidades de cada sociedade.

O aprofundamento da instabilidade pós crise asiática acelerou as discussões sobre reformas no SFI. As comissões especiais criadas para definir novos parâmetros balisadores para as políticas macroeconômicas e reformas estruturais - o *Financial Stability Forum* e o *Financial Sector Liaison Committee* – estão ativas em sua tarefa de arregimentar consensos entre o G7, os órgãos multilaterais e os agentes mais relevantes dos mercados financeiros. Em 2000, o Comitê de Supervisão Bancária da Basileia apresentou seu novo pacote de *standards* para a regulação bancária. Consolidou-se a tendência de ênfase nos aspectos de minimização do risco, a partir do monitoramento “procedimental” (Canuto & Lima, 1999) do comportamento dos agentes. Ao criar sua *Contingent Credit Line*, o FMI passou a contar com um instrumento que, simultaneamente, pretende-se um facilitador da prevenção de crises, mas que revelasse, por princípio, um mecanismo de indução de reformas institucionais nos países em desenvolvimento.

Para a UNCTAD (United Nations, 2001), as propostas de reformas na arquitetura do sistema financeiro “em vez de focarem em ações internacionais direcionadas para a instabilidade sistêmica e os riscos [a ela associados], tem enfatizado o que deveria ser feito pelas instituições nacionais...”. (p.61). Neste sentido, a imposição de mecanismos mais estreitos de gestão do risco, no bojo das reformas financeiras nos países devedores, com base na adoção de parâmetros globais, em conjunto com a criação de linhas de crédito contingentes e o maior envolvimento do setor privado no equacionamento das crises, via reestruturação dos contratos sob livre negociação, permitiria a manutenção dos espaços ampliados de rentabilização dos investidores dos países em desenvolvimento.

financeira, é muito mais conveniente culpar os ‘deslizes’ na implementação das reformas complementares do que [culpar] um processo inadequado de liberalização.” (grifos no original)

Estas medidas tenderiam a gerar resultados positivos no longo prazo, porém seriam uma garantia de estabilidade. Além disso, desconsiderariam a problemática da assimetria – no nível de desenvolvimento, recursos humanos disponíveis, etc. – entre os países centrais (cuja experiência serviria de base para a definição das “regras do jogo”) e os periféricos⁸². E mais, não responderiam aos determinantes, pelo lado da oferta, dos ciclos de instabilidade. Ou seja, não contemplariam a contenção dos movimentos especulativos dos investidores dos países industrializados, muitas vezes alimentados por alterações endógenas das políticas monetárias. A UNCTAD sugere que a criação de parâmetros globais de comportamento para os governos nacionais (especialmente nos países devedores) não é um substituto perfeito para a criação de instituições reguladoras globais com capacidade efetiva de intervenção sobre as forças de mercado.

Com as reformas conservadoras em curso, estabelece-se o seguinte dilema: “O sistema financeiro internacional continua sendo organizado em torno dos princípios do *laissez-faire*, e os países em desenvolvimento são aconselhados a aderirem ao objetivo de uma conta de capital aberta e conversível, e a restaurar os controles sobre os fluxos de capitais somente enquanto uma medida excepcional e temporária. **Tudo isso tem estendido o alcance global dos mercados financeiros, sem um fortalecimento correspondente das instituições globais.**” (United Nations, 2001:62, grifos do autor.)

Além disso, o reforço dos mecanismos tradicionais de intervenção sobre os países em desenvolvimento e a adoção de princípios universais e homogêneos de regulação financeira sugerem o fortalecimento da tendência de institucionalização dos padrões de gestão da riqueza vigentes nos países centrais, especialmente nos EUA. Com isso, reduzem-se os graus de liberdade para a condução de estratégias alternativas de integração à economia internacional e de políticas anti-cíclicas. Esta é uma derivação normativa possível de análises que sugerem ser a presença de governos soberanos, especialmente nos países em desenvolvimento, um fator central na determinação de crises financeiras, conforme foi destacado neste capítulo. Por isso mesmo, “blindagens institucionais” que visem reduzir o risco país dos mercados

⁸² “(...) vários códigos e padrões têm sido estabelecidos através de instituições como o FMI, BIS e FSF, não somente para o setor financeiro, mas, também, com respeito à políticas macroeconômicas e políticas de *disclosure*. Enquanto sua aplicação pode ser benéfica, em termos gerais, e particularmente no longo prazo, elas não irão contribuir, necessariamente, para a estabilidade financeira; e, em muitos casos, envolveram custos iniciais substantivos. E mais, os programas de reformas requeridos aos países receptores são muito amplos e nem sempre acomodam as diferenças nos níveis de desenvolvimento e a disponibilidade de recursos humanos.” (United Nations, 2001:64).

emergentes aparecem, de forma explícita ou não, nos argumentos e políticas que pretendem manter, mesmo com reformas marginais, o ambiente de liberalização plena das finanças internacionais.

CAPÍTULO 5 – A ECONOMIA POLÍTICA DA CRISE

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 capítulos anteriores, de que o excesso de intervenção estatal seria a explicação última da crise.

Este capítulo tratará destas questões enfatizando a natureza das reformas estruturais e seus vínculos com o padrão de desenvolvimento até então vigente na região. A liberalização econômica dos anos 1990, 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. Se, por um lado, as reformas em curso sugerem o fim do padrão de relações público-privadas e de organização dos mercados típicas do modelo intervencionista que, em maior ou menor grau, caracterizou as estratégias de desenvolvimento dos países da região; por outro, há indícios de que a onda liberalizante e não intervencionista da década de 1990 está agora sendo temperada pelo pragmatismo e pela busca de novos mecanismo de coordenação, capazes de assegurar a manutenção do crescimento sob bases predominantemente locais em um ambiente de crescente internacionalização.

5.1 O “Modelo Asiático” em Xeque¹

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, nesta 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

¹ Este item tem por base parte do que foi publicado em Cunha (1999).

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: (i) a dimensão micro, das decisões privadas de investimento e financiamento; (ii) e a dimensão política, de reafirmação de estilo ocidental de desenvolvimento, o que apareceu na crítica às políticas comerciais e industriais, ao *corporate finance*, à organização do sistema financeiro, etc.²

Por outro lado, autores como Akyüz (1998), Chang et al. (1998), Islam (1998), Wade & Veneroso (1998), Wade (1998) e Dymski (1998), Jomo (2001), entre outros, procuraram inverter a lógica das causalidades apontadas pela literatura convencional. Se havia uma convergência explicativa em torno dos determinantes conjunturais da crise (capítulo 3 desta tese), estes autores argumentaram que o seu principal determinante estrutural foi a desmontagem dos mecanismos de política econômica que viabilizaram a rápido crescimento asiático. Aqui, enfatizou-se no 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 o Japão e, em alguma medida Taiwan, um modelo de eficiência na implementação de políticas intervencionistas pró crescimento – algo admitido pelo Banco Mundial (World Bank, 1993).

Wade & Veneroso (1998), Wade (1998), Park & Wang (2000) e Park & Lee (2001) questionaram como um padrão de políticas tão eficientes foi reduzido à idéia de um “capitalismo de compadres”³, ponto central em várias interpretações da crise. De fato, não havia novidade no padrão de financiamento fortemente alavancado, expresso em uma elevada relação capital de terceiros sobre capital próprio. Essa estrutura se mantinha, no bojo de um conjunto amplo e interrelacionado de fatores: (i) uma elevada poupança doméstica; (ii) uma relação estreita de colaboração entre bancos, indústria e Estado, em torno de uma estratégia nacional de industrialização; (iii) incentivos públicos

² É claro que sem a devida explicação de porque esses mesmos fatores foram exaltados até bem pouco tempo como virtudes de um caso bem sucedido de desenvolvimento, conforme atestam os documentos do Banco Mundial (Banco Mundial, 1991 e World Bank, 1993).

³ “Os comentaristas ocidentais freqüentemente rejeitam o sistema enquanto sendo um ‘capitalismo de compadres’, vendo somente a sua corrupção e favoritismo. Eles esquecem a racionalidade financeira [indutora] de relações cooperativas, de longo prazo e recíprocas entre firmas, bancos e governos, em um sistema que intermedia elevadas poupanças [em um contexto de prevalência] de altas taxas corporativas de dívida/capital próprio. (Eles também esquecem do capitalismo de compadres do estilo dos EUA, gerado por um regime de financiamento das campanhas eleitorais)”. (Wade & Veneroso, 1998: 7)

seletivos sempre condicionados ao aumento da eficiência produtiva, entendida enquanto a capacidade das empresas industriais serem competitivas internacionalmente em setores e produtos intensivos em tecnologia e de maior elasticidade-renda; (iv) políticas de coordenação que evitavam a formação de excesso de capacidade instalada nos setores “novos” ou na reestruturação dos setores “antigos”.

A fragilidade da estrutura de financiamento diante de possíveis choques externos, era minimizada não somente pela coordenação dos investimentos, como também, pelas receitas em divisas propiciadas pelas exportações – a importância do *drive* exportador é um elemento de consenso entre interpretações convencionais e heterodoxas – e por um rígido controle do sistema financeiro. Procurava-se evitar o endividamento de curto prazo em divisas externas e a internacionalização dos mercados de capitais – desde logo, pouco desenvolvidos – que abriria a oportunidade para o desvio de investimentos do setor produtivo para o financeiro⁴. Além disso, a política cambial era conduzida em função das metas de industrialização, de modo que evitava-se a valorização da moeda doméstica, o que desequilibraria a estrutura patrimonial do setor produtivo (Chang, 1994, Chang et al., 1998, Canuto, 1994 e World Bank, 1993, Jomo, 2001).

Boa parte da literatura sobre a crise asiática, destacada nos capítulos 3 e 4 desta tese, apontou o papel dos intermediadores financeiros não regulamentados adequadamente, em captar recursos junto às instituições financeiras internacionais e repassá-los aos investidores domésticos, que especulavam nos mercados de ativos. Da mesma forma, as empresas nacionais passaram a ter uma maior liberdade de movimentação nos mercados financeiros internacionais, tomando empréstimos através de suas subsidiárias e fazendo investimentos sob os quais os governos de seus países de origem não tinham qualquer ingerência.

Assim, manteve-se a estrutura de financiamento alavancada, típica do período virtuoso de rápido crescimento, sem os seus anteparos de política econômica e potencializada pela especulação nos mercados de ativos e capitais. Em conjunto com

⁴ “Essa estrutura requer cooperação entre bancos e firmas, e um considerável suporte governamental. O truque é criar um amortecedor no fluxo de caixa das firmas e na oferta de capital contra choques ‘sistêmicos’, enquanto não se protege as firmas de julgamentos equivocados e mal gerenciamento. Restrições na liberdade das firmas e bancos em tomar dinheiro fora, e a coordenação dos empréstimos externos por parte do governo, são partes necessárias do sistema.” (Wade & Veneroso, 1998: 7)

os desequilíbrios gerados pelo processo de integração econômica regional, a partir de meados dos anos 1980, ter-se-iam as causas da crise que, como apontam Wade & Veneroso (1998), não seria meramente financeira, mas sim, de ruptura de um certo padrão de desenvolvimento.

Se a existência de um *corporate governance* marcado por um elevado endividamento fosse uma das causas fundamentais da crise, ter-se-ia de mostrar por que esse padrão histórico – e também verificado no caso japonês – foi tão funcional ao crescimento acelerado e, mesmo em momentos de maior exposição e alavancagem, não gerou rupturas como a dos anos 1990 (Chang et al., 1998). Para estes autores as novidades indutoras da crise foram a liberalização financeira e o desmonte dos mecanismos de coordenação dos investimentos. Neste mesmo sentido, eles procuraram diferenciar o que foi o “modelo tradicional” de intervenção do Estado no processo de acumulação de capital na Coreia, onde ressaltar-se-ia um forte controle sobre os fluxos de capital, e o período de liberalização financeira, aprofundado a partir de 1993 com o governo de Kim Young Sam.

Até 1986, os déficits crônicos em conta corrente forçavam um rígido controle sobre as divisas externas⁵. Os mega superávits comerciais do período 1986-89 e, depois, os grandes influxos de capitais na década de 1990, permitiram um crescente afrouxamento dos controles. A internacionalização dos grupos privados coreanos e a melhoria nas classificações de risco de empresas e bancos coreanos pelas agências de *rating*, em um quadro de crescente liquidez no mercado financeiro internacional, passaram a tornar cada vez mais redundantes os mecanismos de restrição às operações internacionais⁶. A intervenção estatal no mercado de capitais tornava-se um ônus para uma economia extremamente dinâmica e com pretensões à ampliar sua presença nos mercados internacionais. Criaram-se pressões internas à liberalização da conta capital, que se somaram às pressões externas⁷.

⁵ Aqui destacavam-se dois mecanismos de controle: (i) o Sistema de Concentração das Reservas Cambiais, sob qual todas as divisas externas tinham de ser cedidas ao Banco Central; (ii) e a Lei de Gerenciamento das Reservas Cambiais, que impunha restrições à utilização destas reservas, através da adoção de limites às remessas externas de divisas, aquisição de ativos no exterior, gastos com turismo etc. (Chang et al., 1998).

⁶ Ver capítulo 3 desta tese. Chang et al. (1998) lembram que no período de industrialização pesada, nas décadas de 1970 e 1980, os *chaebols* e os bancos coreanos simplesmente não tinham acesso às fontes de financiamento internacionais sem o aval do Estado.

⁷ Este ponto fica evidente no que se refere à questão da taxa de câmbio. Os EUA pressionaram a Coreia a manter o câmbio em crescente valorização frente ao dólar, como forma de minar os “desequilíbrios” comerciais. Krueger (2000), uma notória livre-cambista sustenta esta tese: “Nos anos 1980, a taxa de poupança doméstica excedia a 30%, e a conta corrente tornou-se superavitária por vários anos na metade da década. A partir de então, o governo

Dados esses fatores e a decisão do governo Kim Young Sam de criar as condições exigidas para a entrada da Coreia na OCDE, lançou-se, em 1993, um plano quinquenal de liberalização financeira⁸. Uma de suas conseqüências diretas foi o forte crescimento do endividamento externo, cujo perfil eminentemente de curto prazo expôs a Coreia à uma crescente fragilização externa⁹. Esta, por sua vez, foi potencializada pela ação de intermediários financeiros com pouca experiência internacional e que eram precariamente controlados pelas Autoridades Monetárias¹⁰. No meio da crise, revelou-se o forte desajuste patrimonial destes intermediários: 64% dos US\$ 20 bilhões captados, especialmente com empréstimos externos, eram de curto prazo. Nas instituições financeiras tradicionais, 85% de empréstimos concedidos, com ênfase em investidores domésticos, eram de longo prazo de maturação. Completaria o quadro o *boom* de investimento dos *chaebols* – os grandes conglomerados coreanos – e a manutenção de controles sobre os empréstimos externos de longo prazo – o que teria sobre estimulado as operações de curto prazo¹¹.

O ponto central da argumentação de Chang et al. (1998) é de que a crise coreana deve ser entendida a partir do desmonte das políticas de planejamento que coordenavam os investimentos industriais. Abandonou-se a prática dos planos quinquenais e fundiu-se o Conselho de Planejamento Econômico com o Ministério das Finanças, formando-se o Ministério das Finanças e Economia – que passou a enfatizar a estabilidade monetária.

Em 1986, a Lei de Desenvolvimento Industrial, modificou as práticas de políticas específicas à setores selecionados. Optou-se por políticas de caráter mais geral, como o incentivo ao desenvolvimento científico e tecnológico, qualificação do capital humano, etc. Porém, preservou-se espaço para programas setoriais de racionalização – com prazos limitados de duração – que visavam evitar o excesso de investimentos em setores “novos” ou a rápida depreciação dos capitais aplicados em setores com declínio competitivo. Na prática, manteve-se a possibilidade da fixação de incentivos setoriais,

americano, em negociações comerciais bilaterais, começou a pressionar a Coreia a deixar o won se apreciar de modo a reduzir o déficit bilateral com os EUA.” (p. 36)

⁸ Park & Rhee (1998) e Noland (1996).

⁹ Chang et al. (1998) lembram que na crise da dívida do início dos anos 1980, a relação entre dívida de curto prazo e dívida total era, em média, de 20% nos países em desenvolvimento (excluindo os da OPEP). Pela tabela 3.1, este indicador para a Coreia, em 1996, era de 50%.

¹⁰ Ver o capítulo 3 desta tese e, também, Krugman (1998), Park & Rhee (1998) e Noland (1996).

¹¹ Os empréstimos de longo prazo deveriam ser detalhados junto ao Ministério das Finanças e Economia, enquanto que os empréstimos de curto prazo não enfrentavam essas exigências (Chang et al. 1998 e o capítulo 3 desta tese).

que foram largamente utilizados na automobilística, em bens de capital, construção naval, têxtil, mineração, entre outros.

Já em 1989, o setor petroquímico passou por uma experiência de formação excessiva de capital. O governo de Roh Tae Woo que tinha se oposto à formulação prévia de políticas indicativas para o setor foi obrigado a recuar, impondo uma cota compulsória de exportações para diminuir os impactos internos do excesso de produção. Nos anos 1990, dois elementos teriam se conjugado para o abandono completo das políticas de coordenação dos investimentos: o poder crescente dos *chaebols* que não estariam mais dispostos a sofrer intervenções estatais em suas decisões de investimento; e uma nítida virada ideológica do governo Kim, materializada em uma rejeição às intervenções políticas sobre os mercados.

Ainda segundo Chang et. al (1998), foi neste momento que instaurou-se um capitalismo de “camaradas”, nos termos apontados pela literatura convencional. O governo Kim Young Sam teria passado a apoiar algumas empresas, sob critérios duvidosos e, acima de tudo, fora de um contexto coerente de política industrial¹². No modelo tradicional de desenvolvimento liderado pelo Estado, os incentivos seriam generalizados aos setores, e não aos projetos e grupos que tivessem ligações mais próximas com os governos¹³. As metas eram explícitas nos planos quinquenais, bem

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

¹³ “Sob o governo Kim, pela primeira vez na história coreana pós década de 60, ouviu-se os nomes de *chaebols* em particular, como a Samsung, afirmarem serem ‘próximos ao regime’. No velho regime, os *chaebols* eram preferencialmente tratados como grupo, mas raramente algum deles era tido como mais próximo ao governo do que outros. No governo Kim houve uma transformação fundamental nas relações estado-negócios na Coreia, o que significou que os principais setores industriais não estão mais tão isolados das trocas políticas corruptas como costumavam estar. A abolição do planejamento quinquenal e o sério enfraquecimento das políticas industriais setoriais jogaram um papel muito importante neste processo. Com o abandono de critérios ‘racionalistas’, bem documentados, de intervenção, provenientes dos planos quinquenais, e das políticas setoriais, torna-se agora muito mais fácil ‘submeter-se às regras’ por razões políticas. Isto significa o fim do relacionamento ‘generalista’ estado-negócios, que caracterizou o modelo coreano, e a rápida emergência de relações particularistas (ou de

como os mecanismos de controle e “punição” (World Bank, 1993). Mesmo autores críticos ao *state led growth* reconhecem que, pelo menos no caso coreano, os incentivos eram baseados muito mais em critérios técnicos, associados ao planejamento central, do que à favorecimentos pessoais. Estes seriam a exceção que confirmariam a regra geral¹⁴.

Por outro lado, Chang et. al. (1998) criticaram o argumento de que a existência de um suposto sistema implícito de garantias de sustentação das posições dos investidores teria levado o setor privado a um padrão ineficiente na alocação de recursos. Para que isso fosse verdade, a lucratividade do setor produtivo coreano deveria ser muito inferior ao verificado em outros países. Suas estimativas apontam o contrário. A lucratividade empresarial coreana, quando medida pela relação entre as receitas operacionais e as vendas estaria, do ponto de vista histórico e em período recente, nos níveis verificados nos EUA e Japão¹⁵.

‘camaradagem’, para usar a expressão popular corrente), e mais importante, como temos visto, disseminou-se em setores industriais que eram fortemente isolados da corrupção. **Neste sentido, pode ser dito que, ao contrário do senso comum, foi sob o governo de Kim Young Sam que o genuíno ‘capitalismo de camaradagem’ nasceu na Coreia.**” (Chang et al., 1998, p.14-15, grifos nossos)

¹⁴ Anne Krueger (2000), uma das mais destacadas pesquisadoras das economias da região asiática, e crítica contumaz do intervencionismo, destacou o caráter generalista do apoio às exportações, na Coreia: “Quando a reforma de política econômica começou, as exportações da Coreia eram de apenas 3% do PIB, enquanto as importações eram de 13% do PIB. Então, os *policy makers* começaram a enfatizar medidas para o incremento às exportações. Eles o fizeram pelo encorajamento de **todos os setores exportadores, uniformemente**, mas, nem por isso, tinham algo que assemelhasse-se com a ‘teoria do valor’. **Qualquer firma que pudesse exportar** era recompensada na proporção das receitas cambiais geradas pelas exportações. E muitas das firmas que foram inicialmente bem sucedidas eram um *chaebol*. Devido ao seu sucesso, eles receberam novos empréstimos em conformidade com o crescimento das suas exportações e na medida em que expandiam-se para novas atividades exportadoras.” (p. 33, grifos nossos). Krueger procura mostrar que isso fez dos *chaebols* os **heróis** do desenvolvimento coreano, criando um viés negativo crescente: o *too big to failure*, manifesto na criação de garantias implícitas ao seu sucesso. Em que pese esta crítica, refutada por Chang et. al (1998), que resgatam a existência de fracassos e perda de controle societário de grupos mal sucedidos (que, desta forma, não teriam sido “protegidos”), Krueger sugere que os incentivos eram direcionados com vista a incrementar as exportações, e não para estimular este ou aquele grupo, mais ou menos conectado politicamente. Assim, não havia incentivo a quem não tivesse um desempenho externo adequado: “É importante sublinhar que esta ‘recompensa’ governamental se dava no contexto do *drive* exportador. Quando o *chaebol* não conseguia produzir exportações competitivas, o suporte era reduzido. Mesmo no *drive* HCl a fase mais intervencionista, *industry-specific*, da política coreana, a produção do setores HCl [setores pesados dos complexo químico e metal-mecânico] era para ser exportada dentro de um período específico. Quando ficava claro reprovação no teste de desempenho, toda a política era reavaliada.” (nota 46, p.34). Mais uma vez evidencia-se que os objetivos de política estavam em primeiro plano, e não o apoio *per se* de grupos ou indivíduos.

¹⁵ Os autores estimam uma taxa média de lucratividade, entre 1973 e 1996, de 7,4% para a Coreia. No Japão, entre 1961 e 1973, esse índice seria de 7,2%. Em 1996 a lucratividade da Coreia seria de 6,5% contra 3,3% no Japão (1995) e 7,5% nos EUA. A taxa de lucratividade depois do pagamento de juros, medida pela relação entre receitas ordinárias e vendas, seria efetivamente inferior: 1% na Coreia em 1996, 2,9% no Japão em 1995, e 7,9% nos EUA, em 1995. Nas estimativas de Cleassens et. al (1998:6) o retorno sobre os ativos medidos em dólares no período 1988-1996, foi de 9,2% ao ano na Coreia e 8,7% ao ano nos EUA. As margens operacionais e o crescimento das vendas, também teriam sido comparativamente maiores na Coreia (idem:7). Isto tenderia a confirmar o argumento de Chang et. al.. No capítulo 3 desta tese verificou-se que o grande problemas das EACs – entre as quais a Coreia -, estava no declínio da rentabilidade frente a um aumento de investimentos e endividamento, o que gerou um desequilíbrio patrimonial potencial, transformado em real pela crise.

Um último ponto levantado por Chang et al. (1998) vai ao cerne da crítica convencional ao modelo asiático de desenvolvimento para o caso coreano: em que pese o debate sobre a eficiência dos *chaebols*, o fato de serem altamente alavancados implicaria um risco permanente de *default*. Porém, com o apoio governamental – é o argumento convencional – ter-se-ia configurado uma espécie de capitalismo sem riscos. Uma das grandes virtudes alocativas dos mercados é de que os mecanismos de punição e recompensa seriam impessoais, de modo que os investimentos inadequados – sob os critérios de otimização – seriam efetivamente expurgados, mantendo-se somente os investimentos “corretos”. Para se afirmar que o modelo tradicional de desenvolvimento liderado pelo Estado teria criado um sistema de estímulo à ineficiência na alocação de recursos – enquanto padrão geral, e não em casos isolados –, dada a existência do *moral hazard*, ter-se-ia de provar que não existiriam mecanismos de punição às decisões erradas.

Chang et al. (1998) mostram que esses mecanismos sempre estiverem presentes no caso coreano: (i) tomando o período mais recente, entre 1990 e 1996, 3 dos 30 maiores *chaebols* decretaram falência (Hanyang, Yoowon e Woosung); em 1997 foram mais 7 (Kia, Hanbo, Sammi, Haitai, Jinro e Halla); (ii) historicamente, por várias vezes empresas pertencentes a um *chaebol* faliram e foram socorridas; porém, o auxílio governamental vinha acompanhado da perda do controle da firma, que era repassada a outro *chaebol* ou a uma estatal, ou, alternativamente, eram impostos programas de reestruturação que limitavam a autonomia gerencial dos seus controladores (Chang, 1994).

Portanto, havia um risco explícito de perda de controle das empresas em caso de desempenho ineficiente. O que descaracterizaria a idéia de um sistema sem riscos, típico da argumentação que enfatiza o papel do *moral hazard*. Nunca é demais lembrar que o próprio Banco Mundial (World Bank, 1993) admitiu a eficiência dos mecanismos de estímulo-punição da intervenção estatal coreana. Além disso, se os *chaebols* efetivamente acreditavam que seriam socorridos pelo governo, não teriam se endividado tanto junto aos novos e pequenos *merchant banks*¹⁶, instituições que pouco provavelmente iriam ser suportadas com dinheiro público.

¹⁶ Chang et. al. (1998), mostram que houve uma queda na participação dos 30 maiores *chaebols* nos empréstimos bancários entre 1991 (19,5% era sua participação) e 1995 (13,9%). Como contraface teria aumentado a busca de

Por outro lado, conforme foi destacado nos capítulos 1 e 2 desta tese, 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 NICs I. E, mais do que isso, beneficiaram-se das ligações produtivas, comerciais e financeiras com estes últimos, especialmente a partir da segunda metade dos anos 1980. Seu *drive* exportador explorava nichos de mercados em setores intensivos nos recursos em que eram relativamente melhor dotados dentro da região: mão de obra barata, recursos naturais, câmbio mais competitivo frente ao dólar e menores restrições à penetração nos mercados ocidentais.

Mais recentemente, passou-se a questionar a possibilidade da continuidade de sua expansão no ritmo verificado na década anterior à crise, dada a dificuldade em penetrar os setores mais intensivos em tecnologia. Isto mostrava-se mais grave na medida em que a eficiência na utilização de políticas ativas de promoção do desenvolvimento não era a mesma da verificada em países como o Japão, Coreia e Taiwan (Unctad, 1996, Jomo, 1996, Jomo & Rocks, 1996, Sen, 1998, Hill, 1997).

Jomo (1996:12-15) argumentou que os NICs II 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 Indonésia, as políticas direcionavam-se para o estrangulamento do crescimento de grupos econômicos de chino-descendentes e o estímulo aos grupos locais, fortemente conectados com o poder político central¹⁷. A estabilidade política dos regimes permitiu o enriquecimento desta elite nacional, a partir de suas relações privilegiadas com o Estado. A maior internacionalização da base produtiva local *vis-à-vis* Coreia e Japão, seria o resultado de uma busca consciente de fortalecimento de grupos econômicos estrangeiros capazes de contrabalançar o poder dos grupos chineses (Jomo, 2001).

crédito nestes intermediários financeiros não bancários, os *merchant banks*. O grupo Halla, que quebrou em 1997 possuía 50% de suas dívidas nestas instituições.

¹⁷ É importante não desconhecer que tal conexão permitiu a criação, ao longo do tempo, de comportamentos *rent seeking* e fragilidades regulatórias, caracterizando o quadro de *crony capitalism* tão destacado pela literatura convencional sobre a crise. Para o caso da Indonésia, Krueger (2000:55) 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.”

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, este autor considera que, nestes 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 locais¹⁸, a exemplo do ocorrido na Coreia, Taiwan e Japão.

Jomo (1996) apontava para dificuldades de sustentação do *boom* dos NICs II, devido: (i) à forte dependência dos investimentos estrangeiros; (ii) ao fato de que, diferentemente da experiência de política industrial de Coreia e 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; (iii) o que dificultaria o necessário *upgrading* de sua produção, diante da concorrência da China e de outros países abundantes em trabalho. Jomo & Rock (1998) detalharam de que forma os governos locais atuaram visando diversificar a produção dos seus países¹⁹. Por outro lado, os desafios recentes de modernização produtiva, em um contexto de liberalização econômica e ampliação da concorrência regional, sinalizariam para a existência de obstáculos não desprezíveis.

Há que se considerar que os NICs II passaram por um processo acelerado de liberalização, especialmente nos anos 1990 (capítulo 3). A ampliação na entrada de recursos externos nestas economias permitiu um *boom* creditício que tendeu a direcionar uma parcela significativa dos recursos para investimentos de eficiência

¹⁸ “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, 1996:17)

¹⁹ “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 em 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, 1998:34). Os autores destacam a diversificação da agricultura na Malásia – que nos anos 1980 teria se transformado na maior produtora mundial de óleo de palma, coco e pimenta – e a ampliação na apropriação da renda do petróleo e derivados. A política tailandesa e indonésia para o arroz teria sido fundamental para garantir a segurança alimentar e a ampliação das exportações. Além disso, políticas tributárias favoráveis teriam contribuído para a acumulação das empresas – sem, todavia, [estar associada] a pressão governamental para uma maior exposição à concorrência internacional.

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 desta 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 esta aplicação inadequada dos recursos (United Nations, 1996).

Neste sentido, Jomo (1998) enfatizou que a crise na Malásia originou-se no 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 apontado 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 desregulamentação²⁰.

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 à rupturas financeiras, na medida em que a burocracia teria sido incapaz de realizar reformas capazes de fortalecer a regulação dos setores financeiros e não financeiros. Assim, se a causa mais aparente da crise foi o excesso e o perfil do endividamento externo, seus determinantes últimos deveriam ser

²⁰ Com respeito à causa última da crise, Jomo (1998:708) afirma que “[a] erosão de uma governança financeira efetiva, tanto em nível 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 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 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 à 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 1990 que levaram à crise, ele a exacerbou na Malásia**” (*idem*, grifos do autor.)

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 Indonésia²¹.

5.2 Reformas Estruturais e os Limites da Recuperação

5.2.1 A Retomada do Crescimento

Os anos de 1999 e 2000 marcaram uma significativa reversão cíclica nos países mais atingidos pela crise financeira (gráfico 5.1). Os Estados Nacionais desempenharam um papel ativo na recuperação, através do aumento do consumo público. Entre os demais componentes da demanda agregada, o consumo privado e os investimentos expandiram-se a partir dos estímulos fiscais e do *drive* exportador.

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 de financiamento externo, com uma redução dos indicadores de endividamento/PIB e um maior peso dos capitais privados de longo prazo (IDE) vis-à-vis os de curto prazo (portfólio). A recomposição das reservas internacionais contrastou com uma recuperação mais lenta do crédito doméstico²².

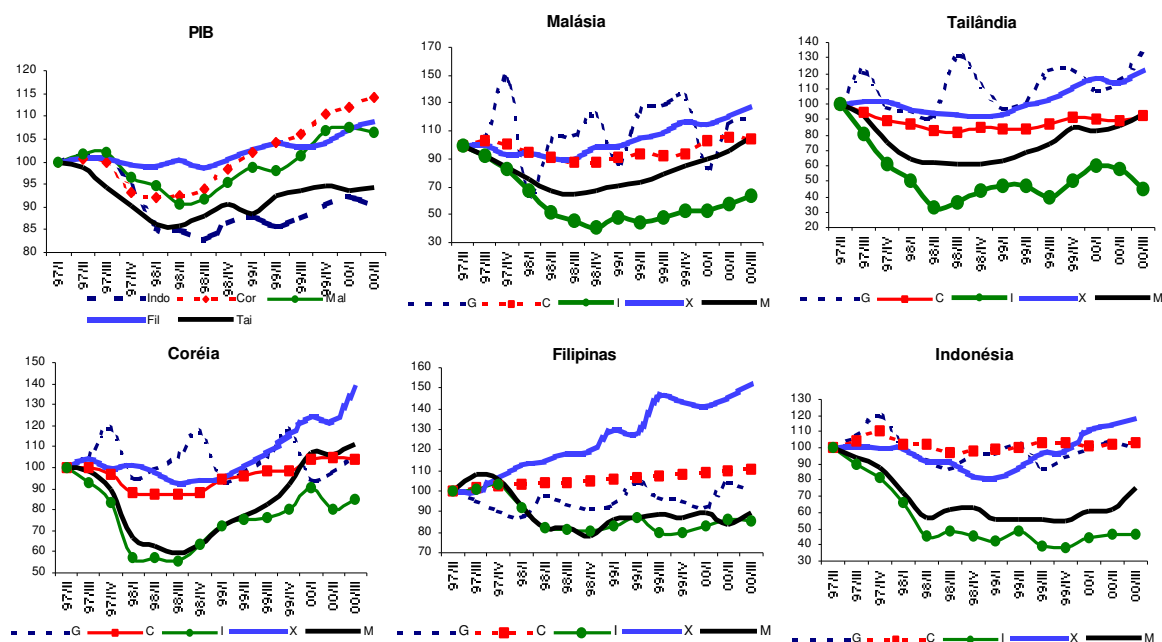
As EACs cresceram 6,9% em 1999, e 7,1% em 2000. A recuperação no lado real, deu-se apesar da volatilidade dos mercados de ativos. Se, em 1999, verificou-se uma recuperação no valor das ações, tanto em moeda local, quanto em dólar norte-americano, em 2000 evidenciou-se o comportamento contrário. Segundo o Banco Asiático de Desenvolvimento – BAD - (ADB, 2001), a instabilidade financeira internacional, e a desaceleração no crescimento dos EUA, com impactos sobre a

²¹ “O esforço de implementar um programa radical de liberalização financeira, no contexto de estruturas estatais profundamente marcadas pelo patrimonialismo, aumentaram a possibilidade do colapso e, ao mesmo tempo, minaram os mecanismos necessários à restauração da estabilidade. Longe de dismantlar 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* permitiram com que eles socializassem os riscos de suas aventuras particularmente no setor bancário.” (Pincus & Ramil, 1998:732)

²² Estes dados estão detalhados no capítulo 3 desta tese, bem como na sequência deste capítulo.

redução na demanda por produtos eletrônicos provenientes do PA, determinaram o desempenho oscilante no *front* monetário.

5.1 Crescimento do PIB e dos Componentes da Demanda Agregada nas EACs, 1997-2000*



Fonte: Asia Recovery Information Center. Elaborado pelo autor.

(*) Índices trimestrais (1997/II = 100), ajustados sazonalmente. Os Gastos Governamentais não estão ajustados.

Para o BAD (ADB, 2000) a recuperação teria sido determinada pelos seguintes elementos: (i) o ajuste macroeconômico contracionista, nos meses imediatamente subsequentes 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; (ii) 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 trimestres de 1998, tendo continuidade ao longo de 1999 e 2000; (iii) as reformas estruturais e o ajuste do sistema financeiro estariam sendo percebidos positivamente pelos investidores internos e externos²³, dado o aprimoramento da legislação sobre falências, padrões contábeis e proteção dos acionistas minoritários, ou seja, do *corporate governance*; (iii) a melhoria conjunta do desempenho econômico da região, teria auxiliado na dinamização dos

²³ A volatilidade nos mercados financeiros no segundo semestre de 2000, fez com que o ADB revizasse esta visão otimista (ADB, 2001).

canais regionais de comércio, que aprofundaram-se nos anos 1980 e 1990, configurando um padrão de forte interdependência cíclica.

A deterioração do quadro social foi intensa, exigindo a adoção de políticas ativas por parte dos governos. A pobreza absoluta teria crescido entre 2 e 3 pontos percentuais na Indonésia e Tailândia, em 1998. No Coréia, a pobreza no setor urbano cresceu 10 pontos percentuais em 1998. Houve queda generalizada no consumo privado que, todavia, foi menos intensa do que o prognosticado inicialmente, dada a melhoria nos preços relativos dos *tradables* do setor agrícola, o nível elevado de poupança familiar e os programas governamentais²⁴. O desemprego caiu em todos os países, porém o padrão de ajuste de salários e emprego foi distinto entre os mais desenvolvidos (Coréia) e os mais pobres²⁵.

Park & Lee (2001) as EACs destacam que a recuperação em V teria sido semelhante ao constatado na experiência internacional anterior²⁶. O afrouxamento das políticas fiscal e monetária, o choque positivo nos termos de intercâmbio e a manutenção de uma demanda externa favorável seriam os fatores determinantes da retomada do crescimento.

Todavia, a experiência asiática seria singular na intensidade da queda e da recuperação. A característica central da crise - a forte contração de liquidez, dado o processo de pânico e fuga de capitais - teria comprometido fortemente o equilíbrio

²⁴ O BAD (ADB, 2000 e 2000b) destacou uma série de iniciativas governamentais que, ao longo de 1998 e 1999, foram implementadas visando minimizar os impactos sociais da crise.

²⁵ Na Coréia, o desemprego atingiu um pico de 9% no começo de 1999, caindo para 6,5% no segundo trimestre daquele ano. Este nível de desemprego comprometia o quadro social, pois concentrou-se nas camadas mais desqualificadas de trabalhadores, agravando a pobreza urbana, em um contexto onde as redes de proteção eram insuficientes. Nos países de menor renda, como no caso da Tailândia e Indonésia, este efeito foi contrabalançado pela migração para as zonas rurais. Além disso, o BAD (ADB, 2000) destacou que a recessão foi suavizada pela ação de políticas governamentais e pela mudança de preços relativos, onde verificou-se que: (i) o perfil de distribuição de renda teria melhorado na Indonésia e Malásia, com uma estabilização da deterioração pós crise na Coréia e Tailândia; na Coréia, a redução na demanda por trabalho ter-se-ia traduzido mais na queda real dos salários do que em desemprego; (ii) manteve-se, para o conjunto dos países em crise, relativamente estável as matrículas no ensino primário, com queda no secundário; (iii) já os gastos em saúde caíram 10% entre 1998 e 1997; (vi) as redes de proteção social estariam se ampliando na Coréia, Tailândia e Indonésia, puxadas pela expansão fiscal, a partir do segundo semestre de 1998. Em 2000, a taxa de desemprego na Coréia reduziu-se ainda mais, chegando a 4,5%; os salários reais cresceram 14%. Na Tailândia o desemprego passou de 5,4% (1999) para 4,8%, porém com queda de 1% nos salários reais. Nas Filipinas a taxa de desemprego seguiu elevada, acima de 9%, com tendência de queda nos salários reais. Na Malásia o desemprego manteve-se na casa dos 3%, entre 1998 e 2000. Na Indonésia, o desemprego caiu de mais de 6% em 1998, para a casa de 5%, em 1999, com ganho real de 9% nos salários (World Bank, 2000f).

²⁶ Os autores realizaram um estudo *cross section* na qual identificaram 160 episódios de crise cambial no período 1970-1995 – definidas pela ocorrência de uma desvalorização nominal de 25% em algum ponto do ano, mas que fosse pelo menos 10% à alguma desvalorização verificada no trimestre imediatamente anterior. O padrão tipo de ajuste pós crise é de forte queda do PIB, seguida de uma rápida recuperação (do nível pré crise), em 2 ou 3 anos. Os determinantes centrais da recuperação seriam: (i) desvalorização cambial; (ii) políticas monetária e fiscal expansionistas; (iii) e um ambiente externo favorável (Park & Lee, 2001).

patrimonial dos agentes. Os bancos contraíram o crédito significativamente, potencializando os efeitos iniciais da iliquidez. Por outro lado, a maior abertura relativa das economias asiáticas teria contribuído para que, com a desvalorização e o crescimento da demanda mundial, a recuperação tivesse sido mais rápida.

A atuação anti-cíclica dos governos locais, tanto no suporte de liquidez às instituições financeiras quanto em políticas setoriais específicas, especialmente na área social, implicaram na ampliação do estoque de dívida pública e no aumento dos déficits fiscais correntes²⁷. Porém, na avaliação do FMI (IMF, 2000g) e do Banco Mundial (World Bank, 2000f) a manutenção do crescimento, mesmo que em um ritmo inferior ao verificado no biênio 1999-2000, e das baixas taxas de juros, em um cenário de relativa estabilidade externa e continuidade das reformas estruturais, permitiria a absorção dos resultados fiscais negativos no médio prazo.

5.2.2 Reformas Estruturais

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 pelo influxo de capitais – e regulação insuficiente, a mudança súbita na avaliação prospectiva do credores com respeito à solidez do *bath* e a solvência da economia tailandesa precipitaram a crise, que contagiou as economias da região. O pacote de

²⁷ Entre 1996 e 2000, o estoque da dívida pública com relação ao PIB passou de 23% para 90% na Indonésia; de menos de 10% para quase 40%, na Coreia; de 25% para 80%, na Tailândia; tendo permanecido estável na Malásia (na faixa de 35% – 40%) e Filipinas (entre 60% e 65%) (World Bank, 2000f). O FMI (IMF, 2000g) projetava para a Tailândia um déficit do governo central de 3% em 2000, contra os 2,9% de 1999, 2,4% de 1998, 0,9% de 1997 e o superávit de 1,9% em 1996. Para a Coreia o déficit projetado era de 3%, contra 3,5%, 4,4%, 1,7% e 0%, dos anos anteriores. Para a Indonésia, o resultado esperado era um déficit de 4,8% em 2000, contra 3,3%, 2,2%, 1,1% e 1,2% (superávit) dos anos anteriores. A Malásia teve um déficit de 3,2% em 1999, quase o dobro do verificado em 1998. No primeiro semestre de 2000 acumulou um resultado negativo entre 0,5% e 1% (World Bank, 2000f). Por fim, as Filipinas, cujos déficits entre 1997 e 1999 foram, respectivamente, 0,8%, 2,7% e 3,7%, projetava um resultado melhor para 2000: um déficit de 3,3% (World Bank, 2000f).

auxílio do FMI à Indonésia, Coréia e 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 envolviam²⁸: (i) o fechamento de instituições financeiras (IFs) insolventes; (ii) recapitalização de IFs viáveis; (iii) supervisão estreita das A.M.s sobre as IFs fragilizadas; (iv) aprimoramento dos sistemas de supervisão e regulação financeira; (v) reestruturação das dívidas corporativas; (vi) ampliação da transparência nos setores financeiro, corporativo e governamental; (vii) ampliação da eficiência de mercado e da competição; (viii) criação de redes de proteção social (IMF 2000g, Boorman et.al., 2000, Krueger, 2000, Fischer, 2001, Goldstein, 2000b).

Entre os anos 1980 e 1990, houve uma tendência de ampliação de condicionalidades associadas a reformas estruturais nos pacotes do Fundo (IMF, 2001b). Porém, no caso de Indonésia, Coréia e Tailândia, elas foram “muito mais numerosas e detalhadas do que o usual” (Goldstein, 2000:33), 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; o 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; entre outras (Goldstein, 2000b).

²⁸ Em agosto de 1997 o FMI aprovou um pacote de 34 meses, envolvendo US\$ 4 bilhões para a Tailândia. Com os recursos bilaterais e multilaterais de outras fontes o auxílio total chegou a US\$ 17,2 bilhões (dos quais US\$ 14,1 foram efetivamente utilizados). Nos estágios iniciais de implementação a Tailândia fechou IFs (das quais 56 financeiras falidas), aumentou fortemente a taxa de juros e fez cortes orçamentários para liberar recursos que iriam suportar o auxílio às IFs. Com o aprofundamento da crise, o programa foi revisado. Em meados de 1998 os juros foram reduzidos para o nível pré crise e o *target* fiscal passou de um déficit projetado de 2% para 6%. Passou-se a priorizar as reformas estruturais de fortalecimento do sistema financeiro. Em dezembro de 1997, o Fundo aprovou o programa com a Coréia: US\$ 21 bilhões em 3 anos. O foco da política de ajuste modificou-se, como no caso da Tailândia. Passou-se a priorizar a recuperação do crescimento e as reformas estruturais – liberalização da conta capital, reestruturação financeira e corporativa, flexibilização do mercado de trabalho, etc. A Indonésia solicitou, em outubro de 1997, um acordo *stand-by* de US\$ 10 bilhões, no qual só parte dos recursos foram aprovados. Obteve, ainda US\$ 1,4 bilhões em julho de 1998. Em fevereiro de 2000, o Fundo aprovou um programa de US\$ 5 bilhões, para os três anos seguintes. O Fundo enfatizou as reformas estruturais. Em 1997, as Filipinas já estavam sob abrigo de um programa do FMI, que foi estendido até 1998. Outros países da região, como a China, passaram a receber o Fundo como *advisor* (IMF, 2000g, Boorman et. al., 2000).

No capítulo 3, foram destacadas as principais características das estruturas financeiras, de regulação e do *corporate governance* das EACs. Evidenciou-se o forte endividamento do sistema financeiro e das corporações, especialmente em cambiais. E isto, com marcos institucionais que não eram propícios à agilização da resolução de contenciosos entre partes litigiosas de contratos comerciais e financeiros, com destaque para legislações de falências inadequadas²⁹, inexistência de mecanismos explícitos de cobertura de depósitos³⁰, etc.

Dadas estas fragilidades e as reformas orientadas pelos órgãos multilaterais, verificou-se, nos anos que se seguiram à crise, um conjunto expressivo de mudanças institucionais. Estas dividiram-se em três frentes: (i) busca de saneamento do sistema financeiro, através da limpeza dos ativos das instituições financeiras, especialmente os bancos, e introdução de novos parâmetros regulatórios; (ii) busca de eficiência e racionalização nos processos de transferências de ativos e renegociação de dívidas do setor não financeiro; (iii) alteração e/ou criação de legislações específicas no âmbito da regulação e supervisão financeira, *corporate governance*, etc.

Os governos locais injetaram um montante expressivo de recursos no sistema financeiro como forma de garantir liquidez³¹, em um quadro típico de crise bancária. Seguiu-se um processo de mais longo prazo, marcado pelo fechamento de instituições e reordenamento patrimonial³². Foram criadas companhias especiais para o gerenciamento de ativos (CGAs) que, com recursos fiscais, adquiriam ativos de difícil recuperação, auxiliando na capitalização das instituições mais frágeis, através da limpeza dos seus balanços (na Indonésia, Coreia e Malásia a inadimplência tornava-se bem menor quando excluídos os ativos transferidos para as CGAs). Estimularam-se fusões, incorporações e venda de bancos e outras instituições financeiras. No caso da

²⁹ O que explicita-se na inexistência ou, quando existentes, inadequação, de mecanismos capazes de assegurar: (i) os direitos de credores e investidores minoritários; (ii) a resolução dos conflitos de maneira voluntária, e; (iii) a tempestividade dos processos judiciais, tradicionalmente morosos. Neste sentido o Banco avaliou que, antes da crise, Indonésia, Filipinas e Tailândia possuíam legislações ultrapassadas, ao passo que Coreia e Malásia teriam legislações mais adequadas (ADB, 2000).

³⁰ Somente Coreia e Filipinas possuíam mecanismos de seguro de depósito antes da crise (ADB, 2000).

³¹ Estimativas apontam para o seguinte quadro de injeção de recursos no imediato pós crise: Indonésia - US\$ 21,7 bilhões (17,6% do PIB); Coreia - US\$ 23,3 bilhões (5% do PIB); Malásia - US\$ 9,2 bilhões (13% do PIB); Tailândia US\$ 24,1 bilhões (20% do PIB) (ADB, 2000).

³² Para o início de 2001, tinha-se o seguinte quadro (World Bank, 2001, ADB, 2000b e 2001): (i) Indonésia – fechamento de 70 bancos (de 237), fusão de 4 dos 7 bancos estaduais, e nacionalização e fusão de 9 bancos estatizados; (ii) Coreia – fusões e incorporações de 9 dos 26 bancos, e fechamento de 117 instituições financeiras não bancárias (IFNBs) – em março de 2000, estimava-se em mais de 200 IFNBs fechadas; (iii) Malásia – 50 dos 54 bancos foram fundidos em 10 grupos; (iv) Tailândia – fechamento de 1 banco e 59 financeiras (de 91), fusão de 3 bancos e 12 IFNBs.

Coréia, houve nacionalização dos principais bancos. Criaram-se fundos de recapitalização³³ 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 (tabela 5.2, item 5.3).

No auge da crise, na tentativa de evitar corridas bancárias, Malásia, Indonésia, Coreia e Tailândia introduziram mecanismos de proteção integral dos depositantes e credores³⁴. Além disso, foram criados sistemas explícitos de seguro de depósito e promoveram-se reformas nas Autoridades Monetárias. Redefiniu-se o papel dos Bancos Centrais com a criação ou remodelação de agências independentes para a supervisão financeira. As regras de classificação dos empréstimos foram estreitadas. Na Tailândia e Indonésia, o período de atraso tolerado no pagamento de juros para considerar-se o ativo com problemas e, assim, passível de provisionamento, passou para 3 meses – contra a regra anterior em que esta referência era mais elástica, de 6 a 12 meses. Com exceção das Filipinas, que já tinha tornado suas regras mais rígidas, as demais EACs reduziram o período de tolerância para o atraso no pagamento do principal dos empréstimos para efeito de classificação e provisionamento dos ativos³⁵.

³³ Indonésia – emissão de US\$ 67,8 bilhões em bônus soberanos, dos quais US\$ 44,8 bilhões foram utilizados para a capitalização de 4 bancos estatais, 4 bancos que foram nacionalizados, 7 bancos privados e 27 bancos regionais. Coreia - o governo injetou US\$ 50 bilhões em 9 bancos comerciais e em IFNBs; o Estado passou a controlar mais de 80% dos 3 maiores bancos; foram disponibilizados outros US\$ 36 bilhões para as Ifs. Malásia - injetou US\$ 1,3 bilhões em 10 instituições. Tailândia – o governo injetou US\$ 1,7 bilhões nos bancos privados e US\$ 12 bilhões nos bancos públicos; US\$ 7,8 bilhões de fundos privados foram aplicados em bancos privados (World Bank, 2001).

³⁴ Diferentemente dos Seguros de Depósito, que tem prazo indeterminado, limite de proteção e *funding* privado e/ou misto, a **garantia plena e universal** é um instrumento utilizado em casos extremos, para evitar que crises de liquidez tornem-se crises sistêmicas. Os governos assumem o compromisso de honrar a posição dos depositantes e credores das instituições financeiras, provendo a liquidez necessária para evitar as corridas bancárias. Para se evitar o risco moral associado a esta política, costuma-se penalizar severamente os acionistas principais e explicita-se o caráter temporário da proteção. A Tailândia introduziu esta **proteção universal** em julho de 1997, confirmando-a, em novembro, com o acordo com o FMI. A Coreia estabeleceu-a em novembro de 1997; a Indonésia, em janeiro de 1998, como parte do acordo com o Fundo; e a Malásia, em janeiro de 1998. Há diferenças importantes no tipo de garantia introduzida e na forma de contenção do risco moral: (i) a Tailândia anunciou as garantias como parte de pacote de suporte com o FMI, que fechou várias instituições problemáticas, visando, assim, não comprometer as demais, consideradas saudáveis; não fixou-se o prazo de duração do esquema, ainda que se tenha definido seu caráter transitório; (ii) a Indonésia optou por ampliar o suporte de liquidez e introduzir garantias limitadas; somente quando a crise foi compreendida como sistêmica é que ampliou-se sua proteção; sua duração foi fixada em dois anos; (iii) a Coreia anunciou proteção integral a todos os depositantes e alguns credores, fixando seu fim para o final do ano 2000; (iv) e a Malásia estendeu estas facilidades somente aos depósitos junto aos bancos comerciais, financeiras e *merchant banks*, sem prazo de término. Além disso, o problema do risco moral gerou medidas como: cobrir o maior prêmio de risco sobre a média das taxas de captação dos bancos mais sólidos, de modo a evitar uma fuga para a qualidade (Indonésia e Tailândia); cobrir só o principal e não os juros dos depósitos; *funding* com recursos do sistema; em caso de insolvência, afastamento dos administradores das instituições (Lindgren et al., 1999:19-20).

³⁵ Na Indonésia um crédito só era considerado perdido decorridos 21 meses de sua classificação para a categoria de “crédito em liquidação duvidosa”, o que, por sua vez, implicava o atraso de 6 meses no pagamento do principal; na nova legislação, atrasos de 9 meses implicam a classificação de perda. O nível de provisionamento de créditos *substandard* passou de 10% para 15%. Na Malásia a classificação de *substandard* caiu de 6 para 3 meses; em liquidação duvidosa, de 9 para 6 meses; e em perda total, de 12 para 9 meses. Na Tailândia, tornou-se mais rígida a

Dado que o nexo entre o ajuste das instituições financeiras e a reestruturação das corporações envolve uma complexa teia de participações patrimoniais cruzadas e de dívidas, os governos locais procuraram criar mecanismos para agilizar a resolução de conflitos credor-devedor, de modo a evitar os contenciosos judiciais. Isto se deu pelo estímulo à livre negociação entre as partes, em um modelo próximo às Regras de Londres, e/ou pela intermediação do Estado, que procurou 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). Em situações estratégicas, que envolviam empresas de grande porte ou volumes significativos de recursos e, assim, os interesses de instituições financeiras credoras, Estado e trabalhadores, os governos procuraram agir explicitamente no sentido de minimizar os conflitos entre as partes. E, mais do que isso, procuraram controlar, sempre que possível, o ritmo do ajuste. Exatamente por isso é que são recorrentes as críticas externas à lentidão das reformas estruturais, especialmente no setor não financeiro (ADB 2000b, Claessens et al., 1999). Parece legítimo raciocinar que esta temporalidade estaria associada a uma estratégia de se evitar a queima de ativos e/ou desnacionalizações para além do nível necessário para se aportar recursos financeiros, gerenciais e tecnológicos capazes de contribuir para o equacionamento da crise. O quadro 5.1 sintetiza as principais medidas de enfrentamento à crise e de reformas institucionais.

classificação *substandard*, que era de 6 meses (não colateralizados) ou 12 meses (colateralizados), para 3 e 6 meses, respectivamente; e seu provisionamento passou de 15% para 20%. Na Coreia, um ativo só demandava provisionamento, *ex post*, 3 meses após ser considerado sem retorno. Nas Filipinas o provisionamento de créditos *substandard* passou de 0 para 25%. Para contrabalançar os prejuízos gerados pelo provisionamento adicional com as novas regras, os governos criaram a possibilidade de transformar em créditos tributários tal diferença (Lindgren et. al, 1999:43-45).

5.1 Medidas Utilizadas Para o Enfrentamento da Crise e Reformas Institucionais nas EACs, 1997-1999.

<i>Medidas</i>	<i>Indonésia</i>	<i>Coréia</i>	<i>Malásia</i>	<i>Filipinas</i>	<i>Tailândia</i>
Emergenciais					
Suporte de liquidez	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Introdução de instrumentos de garantias ilimitadas	Sim	Sim	Sim	Não	Sim
Institucionais					
Estabelecimento de instituições específicas (com poderes ampliados) para lidar com a reestruturação	Sim	Sim	Sim ¹	Não	Não
Estabelecimento de Autoridade Bancária para lidar com a reestruturação	Sim	Não	Sim	Não	Não
Estabelecimento de Companhia Centralizada para administrar a reestruturação dos ativos	Sim	Sim ²	Sim	Não	Não ³
Adoção de um arcabouço regulatório específico para lidar com a reestruturação das dívidas de empresas	Sim	Sim	Sim	Não	Sim
Autonomia operacional para as agências especiais	Limitado	Sim	Sim	nd	nd
Reestruturação					
Intervenção em instituições financeiras fragilizadas ou insolventes, incluindo:	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Fusões de instituições frágeis	Sim ⁴	Sim	Sim	Sim	Sim ⁴
Fechamento de instituições insolventes	Sim	Sim	Não	Sim	Sim
Uso de fundos públicos para comprar ativos improdutivos	Sim	Sim	Sim	Não	Não
Uso de fundos públicos para recapitalizar instituições, incluindo:	Sim	Sim	Sim	Não	Sim
Intervenção estatal nos bancos	Sim	Sim	Sim	Não	Sim
Eliminação ou diluição da propriedade dos acionistas principais dos bancos insolventes	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Investimento estrangeiro (novo)	Sim	Sim	Limitado ⁵	Sim	Sim
Outras					
Medidas para encorajar a reestruturação das corporações	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Medidas para aprimorar a supervisão prudencial e a regulação do sistema financeiro	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim

Fonte: Lindgren et. al. 1999. Arranjos do Autor.

(1) Comitê governamental presidido pelo Banco Central.

(2) Os poderes e recursos da agência já existente foram significativamente ampliados.

(3) A Agência Para Reestruturação do Setor Financeiro foi criada para lidar com o processo de liquidação das 56 companhias financeiras fechadas no imediato pós crise; criou-se, também, uma companhia para o gerenciamento dos ativos residuais.

(4) Entre bancos estatais sob intervenção.

(5) É permitido que os estrangeiros comprem até 30% do capital.

Ver-se-ão, agora, as reformas em cada uma das EACs.

Coréia

A Coréia apresentou a recuperação mais impressionante. Em 1999 sua economia cresceu 10,7% e estimava-se uma expansão entre 8% e 9,1% em 2000, a partir de um vigoroso crescimento da indústria, que expandiu-se a taxas superiores a 20% ao ano, além de uma surpreendente retomada dos investimentos, com um crescimento anualizado acima de 30%³⁶ (IMF, 2000f, World Bank, 2000f e 2001, ADB, 2001). No *front* externo os resultados positivos em conta corrente e na conta capital permitiram a reversão das vulnerabilidades do período pré crise³⁷ (capítulo 3 desta

³⁶ Dados referentes ao segundo semestre de 1999 (ADB, 2000). No primeiro semestre de 2000, este ritmo desacelerou-se: 23,4% de expansão (ano a ano) no primeiro trimestre, e 18,3%, no segundo trimestre. Os investimentos cresceram 50%, em uma base anual, no primeiro trimestre de 2000; porém, também mostram sinais de desaceleração, com uma expansão de 26,1% em junho e 30% em julho (World Bank, 2000f). No terceiro trimestre de 2000, a indústria estava crescendo a 18% a.a., e os investimentos a 11,5% a.a. (ADB, 2001).

³⁷ O saldo comercial que fora deficitário - US\$ 8,5 bilhões em 1997 - passou a superavitário: US\$ 39 bilhões em 1998, US\$ 23,9 bilhões, em 1999, com projeções entre US\$ 12,1 bilhões e US\$ 13,5 bilhões para ano 2000. Em 1998 este resultado se deu por uma forte contração (40%) nas importações (gráfico 5.1). A partir de 1999, as

tese). O desemprego caiu – de quase 10% no auge da crise para 4% em dezembro de 2000 - e os salários reais ultrapassaram os níveis de junho de 1997 (ADB, 2001). A taxa de juros de curto prazo, que atingiu o pico de 25%, em janeiro de 1998, passou a ficar, desde o início de 1999, entre 5% e 6%. As pressões inflacionárias foram insignificantes – o IPC no primeiro semestre de 2000 cresceu 1,8% com relação ao mesmo período do ano anterior³⁸ – e as metas fiscais pactuadas com o FMI sinalizavam para uma redução do déficit corrente, de 3,75% para 3,25% do PIB (World Bank, 2000f).

Com a retomada do crescimento o governo central obteve um superávit de 1,1% do PIB, devido ao forte aumento na arrecadação – um incremento de 24% sobre a base de 1999 (ADB, 2001:42). Todavia, para o FMI e o Banco Mundial, a sustentabilidade deste crescimento dependerá, sobretudo, do equacionamento adequado do problema do endividamento das instituições financeiras e corporações.

O governo promoveu profundas reformas nos sistemas financeiro³⁹ e corporativo (FSC, 2000, ADB, 2000). Do ponto de vista da regulação do sistema financeiro, procurou-se, simultaneamente, sanear a fragmentação institucional e adequar as regras gerais às *best practices* internacionais.

Para equacionar esse problema, no começo de 1998 foi criada a *Financial Supervisory Commission* (FSC)⁴⁰, uma agência com autonomia operacional, que

importações voltaram a crescer, vigorosamente. Porém, as exportações seguiram em expansão. Depois de crescer acima da casa dos 20% a.a., a partir do 4º trimestre de 1999, as exportações perderam fôlego no final de 2000, crescendo somente 6% do último trimestre do ano. A queda na demanda de produtos eletrônicos por parte dos EUA e a falência da Daewoo Motors (que reduziu as exportações de automóveis) explicariam aquele desempenho desfavorável (ADB, 2001). O resultado acumulado em conta corrente, entre 1998 e 2000, foi de US\$ 75,1 bilhões o que, em conjunto com a melhoria da conta capital (especialmente pela entrada de investimentos diretos), permitiu a recomposição das reservas – que passaram de US\$ 8,9 bilhões ou 0,7 meses de importações de bens e serviços, no final de 1997; para US\$ 91,4 bilhões ou 5,5 meses de importações, em agosto de 2000. Em termos relativos, a dívida externa, que era de 33,4% do PIB em 1997, estava projetada para terminar 2000 em 27% do PIB. (World Bank, 2000f).

³⁸ Em dezembro de 2000 a inflação anual chegou a 3,2%, devido: ao aumento do petróleo; a retirada de descontos no preço de *commodities* industriais; ao aumento das tarifas públicas e dos aluguéis. No primeiro bimestre de 2001 a inflação anualizada chegou a 4,2%. A meta de *core inflation* para 2000 era de 2% a 4% (ADB, 2001:42-43)

³⁹ A FSC (2000:10) reporta que, entre janeiro de 1998 e março de 2000, 98 instituições financeiras tinham passado por processo de fusão e 318 haviam tido suas licenças canceladas ou revogadas.

⁴⁰ O conceito da FSC é anterior à crise. No começo de 1997, o então presidente lançou o Comitê Presidencial para a Reforma do Sistema Financeiro. O relatório deste Comitê já sinalizava para a necessidade de reorganizar os quatro órgãos de regulação do sistema: o Office of Bank Supervision (OBS), o Securities Supervisory Board (SSB), o Insurance Supervisory Board (ISB), e o Non-bank Supervisory Authority (NSA). O plano de consolidação destas instituições foi aprovado pelo presidente em julho de 1997. Em agosto, foi encaminhado à Assembléia Nacional, que o aprovou em dezembro de 1997. É interessante notar que, em que pese a necessidade se emendar a Lei Bancária e a Lei de Regulação Financeira, o processo de aprovação no Executivo e Legislativo foi extremamente rápido. E, evidentemente, ocorreu em meio à eclosão da crise financeira. Seus três princípios operacionais refletem o caráter das reformas estruturais: (i) *Accountability* – as instituições financeira e corporações não financeiras devem ter autonomia na condução dos seus negócios, porém devem ser, simultaneamente, confiáveis perante os acionistas e

através do seu braço operacional, a *Financial Supervisory Services* (FSS), atua na concessão de licenças e supervisionamento do sistema financeiro. Com o início de suas operações em abril de 1998, o FSC tornou-se o órgão executor da política de reestruturação do sistema financeiro e dos conglomerados não financeiros, nos termos acordados com o FMI. Efetivamente, desde janeiro de 1999, a FSS passou a regular os setores bancário, não bancário, de títulos e seguros. O Banco Central Coreano – BOK – tem sua atuação focalizada na condução da política monetária, na medida em que a supervisão do sistema financeiro passou para a Banking Supervisory Authority (BSA), sob o controle da FSC. Todavia, o BOK ainda fiscaliza o enquadramento dos bancos nos parâmetros prudenciais (FSC, 2000, World Bank, 2000d).

Além disso, ampliaram-se os poderes da *Korean Asset Management Company* (KAMCO), uma agência especial voltada para a aquisição e gerenciamento de ativos problemáticos das instituições financeiras. Ela compra dos bancos os ativos de difícil recuperação, melhorando a situação patrimonial daqueles e, posteriormente, tenta revendê-los ao melhor preço possível. O *funding* da KAMCO origina-se na emissão títulos governamentais, que são repassados às instituições financeiras. Estas, por sua vez, podem vender esses títulos, que têm prazos de maturação entre 3 e 7 anos, ao Banco da Coréia e ao setor privado.

A utilização destes recursos 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, 2 foram nacionalizados, 5 foram compulsoriamente incorporados às instituições mais fortes, e 7 foram 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

investidores; (ii) Transparência – seus critérios de atuação devem ficar claros ao mercado; (iii) Harmonização com os Parâmetros Internacionais – regulação dos negócios em conformidade com as *best practices* internacionalmente aceitas. Ver o site oficial do FSC: <http://www.fsc.go.kr>.

Hanvit Bank possuíam, em meados de 2000, entre 80% e 90% de participação estatal⁴¹ (ADB 2000, 2001, World Bank, 2001).

A utilização de fundos públicos, via KAMCO e KDIC, permitiu uma melhora na situação patrimonial dos bancos. As taxas de adequação de capital que, em média, estavam em 8,23% no final de 1998, subiram para 10,34% no final do primeiro semestre de 2000⁴². Todavia, o futuro do equilíbrio patrimonial do sistema bancário coreano, bem como, de parte significativa de sua estrutura produtiva, dependerá, crucialmente, do equacionamento das dívidas da grupo Daewoo, estimadas em US\$ 54 bilhões. A complexidade deste caso é exemplar, pois envolve mais de 100 empresas individuais - localizadas em 65 países - e 200 credores estrangeiros⁴³. Injetou-se 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%⁴⁴.

Os cinco principais *chaebols* (Hyundai, Samsung, LG, SK e Daewoo) implementaram processos de reestruturação sob monitoramento do Estado, através dos Planos de Melhoria das Estruturas de Capital (PMEC). Excetuando-se o Daewoo, levantou-se US\$ 24 bilhões, através de venda de ativos (40%)⁴⁵ e emissão de títulos (60%). Esperava-se que, em conjunto, os níveis de dívida com relação ao capital ficassem próximos a 200%⁴⁶.

Em março de 2000, a Fair Trade Commission anunciou a eliminação das garantias cruzadas entre os cinco maiores *chaebols* – com exceção da Daewoo – e suas

⁴¹ A intenção inicial do governo era privatizar estas instituições rapidamente (World Bank, 2000d). Em meados do segundo semestre de 2000 foi anunciado um plano para fundir o Hanvit, o Cho-Hung e o KEB, o que criaria o 55º maior banco do mundo, com ativos de aproximadamente US\$ 186 bilhões (10% dos quais com problemas graves de realização). Este novo banco dominaria de 70% a 80% do mercado de empréstimos corporativos da Coreia (World Bank, 2000f). Por outro lado, o Korea First Bank, cujo interesse de compra foi vendido para o Newbridge Capital, já recebeu US\$ 11 bilhões de recursos públicos. A adoção do novo critério de avaliação de ativos e provisionamento revelou um rombo adicional - referente à créditos junto à Daewoo poderá – que poderá levar à necessidade de capitalização na ordem de US\$ 3,5 bilhões (World Bank, 2000f).

⁴² Ver a tabela 16 dos dados estatísticos publicados no site oficial da FSC: www.fsc.go.kr.

⁴³ 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 descartava a possibilidade de que o Estado comprasse parte dos passivos do grupo, especialmente os detidos por credores estrangeiros (ADB, 2000). A Daewoo Motor Company teve sua falência decretada no segundo semestre de 2000 (World Bank, 2001).

⁴⁴ Houve um crescimento significativo da intermediação via instituições não financeiras. O governo procurou redefinir parâmetros legais de regulação deste 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 (World Bank, 2000d).

⁴⁵ A Hyundai adquiriu a Kia e a divisão de semi-condutores 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 (World Bank, 2000d).

⁴⁶ A FSS informou que as metas de redução de endividamento, para o ano de 1999, foram atingidas pela Hyundai, Samsung, LG e SK. Em conjunto sua relação dívida capital foi de 1,73 (1999), contra os 3,55 do ano anterior. O desempenho em termos de desinvestimentos e capitalização também foi superior ao fixado nos PMECs (ADB, 2000b:12).

empresas afiliadas. A FSS está acompanhando os PMECs das demais grandes corporações, os 6-64 *chaebols*. Há 79 empresas, pertencentes a esses grupos, que tinham planos de reestruturar dívidas na ordem de 34,9 trilhões de won (US\$ 30,2 bilhões⁴⁷), onde os credores concordaram em reduzir juros e trocar seus créditos por capital. Dos acordos já realizados, levantou-se 9,3 trilhões de won (US\$ 8 bilhões) - 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 (World Bank, 2000d).

Existe um esforço semelhante em fortalecer as instituições financeiras não bancárias (IFNB). No final do primeiro semestre de 1999, seus ativos representavam 57% do total do sistema financeiro coreano (World Bank, 2000d). Em 1998, o governo optou por enfatizar a reestruturação dos *merchant banks* e das companhias de *leasing*⁴⁸, por apresentarem uma maior exposição aos credores externos. Já a partir do início de 1999, passou-se a focalizar os setores de seguros e de administração de fundos de investimento, que detinham, no final do primeiro semestre de 1999, 5,6% e 15%, respectivamente, dos ativos totais do sistema. O governo coreano entendia que estes dois segmentos deveriam ser responsáveis por fundar novas fontes privadas de financiamento de longo prazo (ADB, 2000 e 2000b, World Bank, 2000d). Para tanto a FSC está promovendo uma profunda reestruturação nos dois setores. No setor de seguros pretende-se fechar as instituições insolventes, atrair investidores estrangeiros capazes de aportar recursos financeiros, tecnológicos e gerenciais, e viabilizar as companhias de menor porte, que estão insolventes, através de processos de fusão⁴⁹. Os grandes *chaebols* possuem uma participação ativa neste setor. A Samsung é proprietária da maior seguradora do país e a Hyundai aproveitou a reestruturação do segmento para adquirir um importante *player*, a Josun. No que se refere aos fundos de

⁴⁷ Convertido pela taxa de câmbio do final do primeiro semestre de 1999: US\$ 1 = W\$ 1157,6 (World Bank, 2000d).

⁴⁸ Promoveu-se uma profunda reestruturação nestes setores. No final de 1997, existiam 30 *merchant banks* e 25 companhias de *leasing*. Em setembro de 1999, eram, respectivamente, 11 e 21. Os *merchant banks* que detinham 6% dos ativos do sistema financeiro antes da crise, passaram a ter menos de 3% (World Bank, 2000d). Em um recente relatório da FSC (2000) verificou-se que, entre janeiro de 1998 e março de 2000, 3 *merchant banks* haviam passado por processos de fusão, e 18 tiveram suas licenças revogadas; da mesma forma, 1 companhia de *leasing* havia sido incorporada e 11 fechadas. Com isso, em março de 2000 restavam 9 *merchant banks* e 15 companhias de *leasing*.

⁴⁹ Das 33 seguradoras existentes no final de 1997, 4 haviam sido fechadas até junho de 1999 (Kukje ,BYC, Taeyabg, e Coryo CM), uma havia sido estatizada (Daehan), e seis estavam em negociação ou já haviam sido incorporadas por outras empresas (todas coreanas) (ADB, 2000).

investimento⁵⁰, o governo planeja aprimorar o ambiente institucional, através da ampliação da proteção aos investidores, aumento da transparência e reforço na adoção de parâmetros de mercado na avaliação dos ativos. Além disso, pretende rever a fragmentação regulatória entre os distintos tipos de investimento.

A reestruturação organizacional dos órgãos de regulação veio acompanhada da introdução de práticas prudenciais alinhadas às recomendações do BIS e dos órgãos multilaterais (ADB, 2000, World Bank, 2000d e 2000f). Em dezembro de 1999, foram introduzidos novos critérios para avaliação dos ativos e provisionamento, com base no cálculo prospectivo do risco de cada operação. A introdução de procedimentos de Ação Corretiva Imediata – *Prompt Corrective Action* – nos termos sugeridos pelo Comitê de Supervisão Bancária da Basileia, visa garantir uma atuação mais tempestiva sobre as instituições que apresentarem sinais de fragilização como, por exemplo: a redução dos níveis de adequação de capital para aquém do limite legal e a obtenção de um *rating* menor do que 3 no sistema CAMEL (FSC, 2000:12).

A expectativa oficial é que o maior realismo na avaliação das carteiras e, portanto, no provisionamento, *ex-ante*, dos créditos de liquidação duvidosa, amplie o grau de confiança dos investidores no processo de reestruturação do sistema bancário e na sua solvabilidade no longo prazo. Especialmente em um quadro de incertezas gerado pela dificuldade de equacionamento das dívidas dos grandes *chaebols* – casos como Daewoo e Hyundai⁵¹. Após a utilização dos novos critérios verificou-se que os ativos problemáticos remontavam a 13,2% do total dos empréstimos, em um montante equivalente a 12% do PIB coreano⁵².

⁵⁰ No final de junho de 1999 estes fundos administravam W\$ 250 trilhões (US\$ 216 bilhões) ou 60% do PIB (World Bank, 2000d).

⁵¹ A Hyundai, com dívidas estimadas em quase US\$ 50 bilhões no final de 1999, enfrentou uma séria crise de liquidez em maio de 2000. Várias de suas empresas afiliadas estariam em prejuízo, sendo financiadas pelas unidades mais lucrativas do grupo, como a Hyundai Motors e a Hyundai Heavy Industries – empresas que vêm liderando a recuperação da indústria coreana. Parte do problema originou-se das dificuldades de um dos braços financeiros deste *chaebol*, a Hyundai Investment Trust Company. As estimativas de mercado davam conta de que a HITC detinha, junto com outras duas empresas líderes deste setor, 80% dos US\$ 150 bilhões do mercado de *corporate bonds*. Em março de 2000, a HITC revelou um prejuízo de W\$ 400 trilhões, equivalendo a 50% do seu capital de W\$ 800 trilhões. Além disso, o grau de endividamento consolidado do *chaebol* estaria acima dos 200% pactuados com o governo em seu PMEC. A falta de transparência do grupo, sua rejeição às reformas e a eminente crise de liquidez fez com que este *chaebol* não conseguisse realizar uma rolagem rotineira de títulos de curto prazo, em maio. Teve de bater às portas do governo, pedindo financiamento no Korean Exchange Bank. Diante desta situação, os reformistas do governo pressionaram o grupo a: (i) separar do *chaebol* as duas afiliadas mais sólidas do grupo – a Hyundai Motors e a Hyundai Heavy Industries (ii) afastar o patriarca da família, Chung Ju-yung; (iii) o que implicaria forçar a redução de sua participação na Hyundai Motors, de 9,1% para 3% (ADB, 2000d:44).

⁵² Referente ao final do primeiro semestre de 2000 (World Bank, 2000f). As estimativas da FSC são de que os empréstimos em liquidação e com atraso de mais de 3 meses (novo critério de cálculo prospectivo) equivaliam, no final de 2000, a 7,1% dos empréstimos totais do sistema bancário (contra 8,5% do final de 1999, o que denotava

Com o intuito de reforçar a transparência das corporação a FSC determinou que um quarto do *board* passasse a ser composto por diretores externos, ou seja, representantes dos interesses de credores e acionistas minoritários. Comissões de auditoria externa deverão ser implantadas. A flexibilização à entrada de investidores estrangeiros tornou-se um objetivo explícito: em maio de 1998, foram eliminados limites à propriedade estrangeira de *securities*; foi permitida aquisições hostis e eliminaram-se restrições à compra de ativos reais; em abril de 1999, todas as transações cambiais de instituições financeiras e corporações foram liberalizados; previa-se para o final de 2000, a extensão destas condições às pessoas físicas (FSC, 2000:13-16). Ainda com o intuito de atrair investidores, procurou-se flexibilizar a legislação trabalhista⁵³.

Malásia

A Malásia teve uma recuperação gradual, mas contínua. Depois da queda de 7,6% do PIB em 1998, a economia cresceu 5,6% em 1999 e 8,5% em 2000⁵⁴. O bom desempenho da indústria⁵⁵ e das exportações, bem como a política fiscal expansionista⁵⁶ foram determinantes centrais do crescimento. A taxa de câmbio estabilizou-se⁵⁷, e a inflação e os juros apresentaram uma trajetória consistente de queda⁵⁸.

uma melhoria do sistema) (www.fsc.go.kr – tabela 13 dos dados estatísticos, janeiro de 2001). Esta diferença resultou do fato de que a estimativa indicada pelo Banco Mundial ampliava o critério usual, incorporando ativos classificados abaixo do nível *substandard*.

⁵³ Em fevereiro de 1998, foram introduzidas novas regras trabalhistas visando estimular o acesso de investidores internacionais ao mercado coreano. A resistência dos trabalhadores reduziu o grau de radicalidade das transformações. “Os problemas trabalhistas são percebidos como dificultando a reestruturação das corporações porque os investidores estrangeiros estão relutantes em injetar novos recursos em empresas coreanas doentes, mas viáveis. Por exemplo, os planos da Ford de adquirir a Daewoo Motor Company foram adiados devido à expectativa de problemas com os trabalhadores, em vista das demissões planejadas. Construir um setor privado eficiente, que é suficientemente flexível para se ajustar a um ambiente de negócios e condições de mercado que são cambiantes, requer um mercado de trabalho flexível. O Governo deu passos para aprimorar a flexibilidade do trabalho, incluindo a promulgação de uma Lei Trabalhista revisada, em fevereiro de 1998, e de uma legislação [que permite o estabelecimento de] negócios de *leasing* de trabalhadores. Apesar disto, as condições para demissão continuam restritas, especialmente quando comparadas a outros países da OECD.” (ADB, 2001:46-47).

⁵⁴ Depois de crescer 10,3% no primeiro semestre de 2000, houve uma redução no ritmo de expansão no segundo semestre: no terceiro trimestre o crescimento ficou em 7,8% , e no quarto, 6,5% (ADB, 2001:49-50)

⁵⁵ A indústria cresceu a ritmo de mais 20% ao ano entre o terceiro trimestre de 1999 e o mesmo período de 2000. Em que pese a desaceleração no final de 2000 (crescimento de 16% a.a. no último trimestre) , constituiu-se, pelo lado da oferta, como o motor da recuperação (ADB, 2000d:48; 2001:50-51).

⁵⁶ A relação dívida/PIB passou de 31% em 1997 para 37% em setembro de 2000. Os superávits fiscais pré crise transformaram-se em déficits que atingiram a 3% do PIB no terceiro trimestre de 2000. O consumo público teve uma importância crucial para reverter a queda na demanda. Foi o componente da renda que menos caiu em 1998 (8%, contra 11% do gasto privado) e o que mais cresceu em 1999 (13%, contra 3% do gasto privado) (ADB, 2001).

⁵⁷ Entre o quarto trimestre de 1998 e o final de 2000, o câmbio estabilizou-se em RM 3,8 por dólar (ADB, 2001).

⁵⁸ A inflação atingiu o pico de 5,8% no segundo trimestre de 1998. Desde então, esteve em queda. No ano 2000, fechou em 1,5%. A taxa de juros básica acompanhou este movimento, ou seja, adotou-se uma política restritiva para conter a inflação, de modo que, no segundo semestre de 1998, os juros atingiram o seu valor mais alto: 11,2%. No final de 2000 a taxa básica de juros fechou em 3,3% (ADB, 2000d:55; 2001).

Apesar da volatilidade do mercado de capitais⁵⁹, o sistema bancário apresentou sinais de fortalecimento: em dezembro de 2000, a inadimplência teve o índice mais baixo do período pós crise (9,6%), e a taxa de adequação de capital média estava em 12%. A expansão das exportações⁶⁰ permitiu o forte acúmulo de reservas e a reversão dos saldos em conta corrente⁶¹ (World Bank 2000f, IMF 2000f, ADB, 2000, 2000d e 2001). Isto atenuou o problema de iliquidez externa que havia levado o país a adotar medidas altamente restritivas à conversibilidade da conta capital⁶². Ao contrário do verificado nas demais EACs, a dívida pública malaia ficou relativamente estável, em um patamar entre 30% e 35% do PIB, ainda que o superávit do governo central de 2,4% em 1997, tenha se transformado em um déficit de 3,2% em 1999. Este estímulo fiscal foi decisivo na recuperação da demanda interna (ADB, 2000 e 2000d e gráfico 5.1, neste capítulo).

O processo de ajuste estrutural na Malásia também foi marcado por uma forte presença do Estado (ADB, 2000b, Claessens et al., 1999). No início de 1998 foram criadas duas agências independentes para coordenar a reestruturação financeira. A Danaharta⁶³, responsável pela aquisição e gerenciamento de ativos problemáticos dos

⁵⁹ A Bolsa de Valores da Malásia não conseguiu, até o início de 2001, recuperar o nível de valorização pré crise. Todavia, a partir do segundo semestre de 1998, mostrou uma sólida tendência de alta. Em 2000 (até meados de setembro) acumulou perdas nominais de 33%, e de 56% em dólares (ADB, 2000:47). Em janeiro de 2001, manteve este nível de perdas com relação a junho de 1997 (ADB 2001:49).

⁶⁰ Depois de declinar 2,5% em 1997 e 2,9% em 1998, as exportações cresceram 14,3% em 1999 e 16,1% em 2000. Porém, o aumento das importações – 12,5% em 1999, e 25,7% em 2000 -, aliada à queda no ritmo das exportações no segundo semestre de 2000 (em função da redução na demanda norte-americana por produtos eletrônicos), fez com que o saldo comercial declinasse de US\$ 19 bilhões em 1999 para US\$ 16 bilhões em 2000 (ADB, 2001, World Bank, 2001).

⁶¹ As reservas terminaram o ano de 1999 em US\$ 30,6 bilhões, e o de 2000 em US\$ 29,5 bilhões. Os déficits em conta corrente (com relação ao PIB) de 4,6% em 1996 e 4,7% em 1997, transformaram-se em superávits de 13% em 1998, 15,8% em 1999 e 8,8% em setembro de 2000. Em 2000, o aumento das importações (gráfico 5.1, neste capítulo), em conjunto com a queda no ritmo de crescimento das exportações, tem reduzido estes superávits (ADB, 2000d, 2001).

⁶² Em agosto de 1997 o governo restringiu o mercado *offshore* para o ringgit. Em setembro de 1998, eliminou-se este mercado, através: da proibição da transferência de ativos denominados em moeda nacional para o exterior; da requisição de repatriação de ativos denominados em moeda nacional existentes nos mercados *offshore*; do bloqueio, por 12 meses, de investimentos de portfólio mantidos no país; da fixação de limites rígidos para a remessa de capital de residentes. Em fevereiro de 1999, iniciou-se a reversão destas medidas mais extremas, porém, de forma lenta e gradual, mediante fixação de esquemas de quarentena (12 meses) para os investimentos externos de curto prazo e, para o caso de repatriação de investimentos, da taxação inversamente proporcional ao tempo de maturação do investimento (Lindgren et al., 1999:20).

⁶³ A Danaharta foi criada com poderes especiais, que lhe deu grande autonomia de ação: (i) após a venda de um ativo reestruturado, o credor original não tem o direito legal de fazer qualquer tipo de questionamento (sobre a Danaharta ou o proprietário original da dívida); (ii) pode designar administradores especiais nas empresas que estão sob sua intervenção, sem a necessidade de autorização judicial; (iii) pode assumir a propriedade do ativo e exigir a realização de suas garantias como se fora o credor original. Seu portfólio no final do primeiro semestre de 2000 remontava a RM 46,8 bilhões (US\$ 12,3 bilhões), 79% dos quais em ativos de liquidação duvidosa retirados dos balanços dos bancos; os 20% restantes eram de várias entidades governamentais (World Bank, 2000f). Até setembro de 2000, a Danaharta havia reestruturado empréstimos ou ativos na ordem de RM 30,4 bilhões (US\$ 8 bilhões) (ADB, 2001:54).

bancos, e a Danamodal⁶⁴, para capitalizar instituições financeiras ilíquidas, mas solventes no longo prazo. Equivaleriam, respectivamente, à KAMCO e à KDIC coreanas. As agências malaias também foram financiadas por títulos emitidos e garantidos pelo governo e por poupanças compulsórias⁶⁵.

Assim como na Coréia, a Malásia 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, sem que, todavia, os mecanismos de punição aos infratores ficassem explicitados. Em dezembro de 2000, seu balanço acusava um montante de RM 39,4 bilhões (US\$ 10,4 bilhões) em dívidas a serem negociadas, das quais 70% (RM 23,7 bilhões) haviam sido reestruturadas (ADB, 2001:54)

Além da ação direta do governo via Danaharta e CDRC, o judiciário malaio possuía, em meados de 2000, mais de 1000 casos de renegociação de dívidas, pedidos de fusão e incorporação, etc., associados à crise financeira (ADB, 2000d, World Bank, 2000f). Apesar do progresso na reestruturação das dívidas, a recuperação do setor financeiro seguiu de forma relativamente lenta⁶⁶. O governo coordenou, ativamente, a reestruturação do setor financeiro, com vistas a preservar a capacidade das instituições nacionais competirem com as estrangeiras. Em julho de 1998, anunciou um plano de consolidação envolvendo 58 instituições (21 bancos, 25 companhias financeiras e 12 *merchant banks*). Em fevereiro de 2000, determinou que até o final daquele ano dever-se-iam formar 10 grupos financeiros liderados por bancos âncora.

⁶⁴ Após a eclosão da crise, estimava-se que os bancos necessitariam de RM 16 bilhões em novo capital (US\$ 4,2 bilhões). Porém, até meados de 2000, a Danamodal só precisou injetar RM 7,6 bilhões (US\$ 2 bilhões) em 10 bancos. Parte destes recursos já forma pagos, de modo que a Danamodal possuía um estoque em haver de RM 5,3 bilhões (World Bank, 2000f, 2001, ADB, 2001).

⁶⁵ 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 - assim, RM 7,7 bilhões (US\$ 2,02 bilhões) vieram da aquisição destes títulos por 57 instituições financeiras; outros RM 3 bilhões (US\$ 0,8 bilhões) vieram do Banco Central (BNM). 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, pretendia-se minimizar o racionamento de crédito por parte dos bancos. Os custos fiscais destas operações tenderão a ser minimizados caso a posterior realização ocorra aos melhores preços possíveis. (ADB, 2000b)

⁶⁶ A inadimplência permaneceu elevada por muito tempo. Os empréstimos em atraso e liquidação (vencidos a mais de 3 meses) com relação ao total dos empréstimos passou de 18,9%, no final de 1998, para 16,2%, no final de junho de 2000. Até fevereiro de 2000, o volume de pagamentos de dívida era maior do que a entrada de novo crédito. A partir de então o crédito voltou a ter taxas positivas de crescimento, ainda que baixas. A injeção de recursos públicos via Danamodal (RM 5,3 bilhões ou US\$ 1,4 bilhões - até o final do primeiro semestre de 2000) permitiu a recapitalização dos bancos que, também, já vinham apresentando lucros nos últimos balancetes consolidados de 2000 (World Bank, 2000f). Por conta disso, em dezembro de 2000, com a retirada de RM 37 bilhões de ativos improdutivos dos bancos, via Danamodal, a inadimplência caiu a 9,6% (ADB, 2001:54).

Estabeleceu-se um prazo para qualificação das instituições que, por sua vez, receberiam um conjunto significativo de incentivos fiscais⁶⁷.

Do ponto de vista institucional, o Comitê sobre Governança Corporativa, criado depois da crise, recomendou que, através de emenda à Lei que regula o mercado de títulos e valores mobiliários, fosse introduzido um Código Malaio de Governança Corporativa. Este código seria de adesão voluntária pelas empresas, especialmente as de capital aberto, e estabeleceria *best practices* de governança (ADB, 2000d, World Bank, 2000f).

Indonésia

A Indonésia experimentou a maior contração econômica entre as EACs (gráfico 5.1). Seu PIB teve uma queda de 13,1% em 1998. Em 1999 a renda cresceu 0,8% e em 2000, 4,8%. A inflação acelerou-se em 1998, chegando a mais de 60%⁶⁸. No primeiro semestre de 1998 sua moeda chegou a valer, frente ao dólar, 80% menos com relação à taxa de câmbio pré crise.

Apesar da recuperação cambial, a rúpia passou a oscilar em um valor 75% inferior ao patamar de junho de 1997⁶⁹. O mercado acionário chegou a recuperar as perdas derivadas da crise, a partir do segundo semestre de 1998. Porém, entre o final de 1999 e de 2000, o Índice Composto da Bolsa de Jakarta caiu cerca de 35%. No *front* externo, a alta no preço do petróleo e o crescimento nas exportações das demais mercadorias permitiu a melhoria dos resultados em conta corrente e o acúmulo de reservas⁷⁰. A reestruturação do sistema financeiro e a adoção de políticas anticíclicas, que fizeram dos gastos governamentais o componente mais estável da demanda interna (gráfico 5.1), geraram um significativo crescimento da dívida pública e o

⁶⁷ Transformação de até 50% das perdas acumuladas das instituições mais frágeis (a serem incorporadas) em créditos tributários; eliminação da cobrança dos impostos usuais associados às mutações patrimoniais; ganhos tributários em alguns ativos (imóveis, etc.) (World Bank, 2000f). Em dezembro de 2000, somente 6 dos 10 grupos estavam estruturados. A liquidez do sistema melhorou, e a taxa de adequação de capital chegou a 12% (ADB, 2001:53).

⁶⁸ Em 1999 e 2000 a inflação recuou para 20% e 4%, respectivamente. Porém, a aceleração inflacionária no segundo semestre de 2000 ampliou o grau de aversão das Autoridades Monetárias à adoção de políticas fiscal e monetária mais frouxas (ADB, 2001:31).

⁶⁹ A rúpia perdeu 27% do seu valor nominal no ano 2000. As incertezas políticas associadas à difícil transição ao regime de Suharto e as saídas líquidas de capital privado tem sido apontados como os principais determinantes deste comportamento (ADB, 2000d:29; 2001).

⁷⁰ O saldo em conta corrente como proporção do PIB, que fora deficitário em 3,4% em 1996, e 0,9% em 1997, passou a ficar superavitário: 4,4% em 1998 e 3,1%, em 1999. O BM estimou em 2,3% o resultado de 2000 (World Bank, 2001), acima da projeção de 1,9% do FMI (IMF, 2000g, box 3). As reservas que terminaram o ano de 1997 em US\$ 16,6 bilhões, chegaram a US\$ 23,2 bilhões no final de 2000 (ADB, 2000:37, World Bank, 2001). Ver, também, os dados do capítulo 3 e o gráfico 5.1, neste capítulo.

acúmulo de déficits nas contas governamentais⁷¹ (IMF, 2000f, ADB, 2000, 2000c, 2000d e 2001).

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 (ADB, 2000b). Em 1998, foi criado *Indonesian Bank Restructuring Authority* (IBRA), sob o controle hierárquico do Ministério das Finanças, para adquirir e reestruturar os ativos improdutivos e ordenar as negociações de dívidas entre o setor financeiro e não financeiro. Em setembro de 1998, lançou-se 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 capitalização dos bancos passariam a depender da viabilidade dos seus planos de reestruturação e da qualidade gerencial.

A primeira etapa do processo de consolidação bancária foi concluído em outubro de 2000⁷². Os bancos capitalizados conseguiram atingir uma taxa de adequação de capital de 4%. Estimou-se em Rp\$ 648 trilhões - 55% do PIB – o custo deste ajuste (ADB, 2000d, 2001). Com taxas de juros reais acima de 10% ao ano, inadimplência superior a 40% e crescimento negativo do crédito ao setor privado, entre 1998 e 2000, o setor bancário recuperou-se em um ritmo mais lento que o verificado nas demais EACs (IMF 2000f, ADB, 2000b e 2000c). Para o BAD a consolidação completa do setor só será possível com o aporte de recursos financeiros e técnicos do capital estrangeiro (ADB, 2000d:34). Até porque, para que a taxa de adequação de capital dos bancos atinja o parâmetro de 8%, seria necessário um grande esforço fiscal adicional. Além disso, a IBRA, que no final de 2000 já havia absorvido 80% dos créditos improdutivos, permitindo com que a inadimplência bancária chegasse a 18%, conseguiu realizar somente 3% do seu estoque de ativos (ADB, 2001: 34-36).⁷³

⁷¹ Em junho de 1997 a dívida interna era de US\$ 54 bilhões – aproximadamente 24% do PIB -; em setembro de 2000, a dívida chegou a US\$ 76 bilhões – cerca de 50% do PIB (ADB, 2000f). O superávit do governo central de 1,2% em 1996, transformou-se em um déficit crescente: 1,1% em 1997, 2,2% em 1998, 3,3% em 1999, com uma projeção de 4,8% para 2000 (IMF, 2000g, box 3). As receitas adicionais com o aumento do preço do petróleo fizeram com que o déficit fiscal terminasse o ano 2000 em 3,2%. Porém, a relação dívida/PIB chegou a 57% (ADB, 2001:33-34, World Bank, 2001).

⁷² Efetivou-se a recuperação de 3 bancos estatais (Negara Indonesia, Rakyat Indonesia, Tabungan Negara) e 3 privados (Niaga, Bali e Danamon) (ADB, 2001).

⁷³ “A resistência de devedores poderosos e politicamente influentes, um sistema de falências ineficiente, e a falta de interesse dos compradores estão emperrando o processo. Preocupações quanto à fragilidade institucional,

A nova legislação de falência e as regras de supervisão financeiras foram formatadas em conformidade com as prescrições dos órgãos multilaterais. O ajuste do setor privado não financeiro esteve mais próximo ao padrão de livre negociação entre as partes, onde o Estado buscou, através da Iniciativa de Jacarta, criada em novembro de 1998, facilitar os acordos não litigiosos. A Jakarta Initiative Task Force (JITF) é um arcabouço de regras para facilitar a negociação direta entre credores e devedores, nos moldes das “Regras de Londres”.

O *staff* da JITF estimou, para o final de junho de 2000, em US\$ 117 bilhões o montante de dívidas das corporações do país, dos quais 50% junto a credores externos⁷⁴. Por sua vez, 45% (US\$ 26 bilhões) das dívidas *onshore* eram em cambiais. Portanto, cerca de 75% do total das dívidas estavam denominadas em divisas estrangeiras, o que revelava o grau de exposição externa do setor produtivo indonésio. Cerca de 64% (US\$ 37,4 bilhões) das dívidas no mercado local eram tidas como de difícil recuperação. A IBRA detinha 77% deste montante (US\$ 28,9 bilhões), 87% dos quais referentes a grandes empresas. Os 21 maiores devedores passaram a ser monitorados de perto pela IBRA, que, em julho de 2000, já havia equacionado a reestruturação de 35% dos ativos deste segmento em sua posse. (World Bank, 2000f).

O Banco Mundial apontava que este saneamento não poderia ser considerado consistente, na medida em que a maior parte das operações de reestruturação de dívida referia-se ao alongamento de prazos, *swaps* de dívida/ativo e conversão de dívida em participação acionária (*idem*). Em agosto de 2000, a JITF estava acompanhando 67 casos de renegociação de dívidas que englobavam passivos de US\$ 13,4 bilhões (*idem*). Em dezembro, chegou a 111 casos envolvendo US\$ 19 bilhões em dívidas. Até o final de 2000 a JITF havia permitido a reestruturação de US\$ 9,2 bilhões (48% do seu estoque). A meta acordada com o FMI era o equacionamento de US\$ 12 bilhões até abril de 2001 (ADB, 2001: 36)

Por outro lado, a negociação com os credores externos foi facilitada por duas iniciativas públicas: (i) o Acordo de Frankfurt, que facilita a negociação direta entre os credores estrangeiros e os agentes locais; (ii) e a criação da *Indonesian Debt*

insuficiência de transparência e as incertezas políticas, também estão impedindo que instituições estrangeiras comprem os bancos indonésios.” (ADB, 2001:35-36).

⁷⁴ Os bancos japoneses detinham 29,3% dos haveres, seguidos dos norte-americanos (14,4%), holandeses (10,6%) e alemães (6,3%) (World Bank, 2000f).

Restructuring Agency (INDRA), que visava garantir 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 (ADB, 2000). Todavia, a revisão do acordo com o FMI no começo de 2000, a mudança no gabinete do Ministério das Finanças, e a lentidão do processo de reestruturação de dívidas determinaram o fechamento da INDRA, em junho de 2000.

Tailândia

A Tailândia enfrentou uma severa recessão por conta da crise. Depois de crescer 5,9% em 1996, o PIB teve um decréscimo de 1,7% em 1997, e de 10,2%, em 1998. Em 1999, a economia voltou a crescer, a partir dos estímulos fiscais, do *drive* exportador (gráfico 5.1) e da recuperação do setor industrial. A renda ampliou-se em 4,2%. No 2000 as estimativas oficiais apontavam um crescimento de 4,3% (ADB, 2000, 2001, World Bank, 2001).

Depois de perder cerca de 50% do seu valor frente ao dólar, o bath começou a se recuperar. Desde meados de março de 1998 seu valor estabilizou-se ao redor de 70% do nível pré crise. A bolsa de valores teve um comportamento simétrico. Todavia, câmbio e ações mostraram-se frágeis ao longo de 2000, com quedas nominais de 14% e 36%, respectivamente (ADB, 2001).

As dificuldades enfrentadas no saneamento das instituições financeiras e não financeiras, a retração da economia norte-americana e a eminência de eleições foram apontadas como determinantes da volatilidade dos mercados cambial e de capitais (ADB, 2000d:66). Apesar do forte crescimento pós crise, o nível de endividamento público ainda era relativamente baixo: 21,4% do PIB no final do primeiro semestre de 2000, contra os 6,3% verificados no final de 1997⁷⁵. Com isso, as políticas anti-cíclicas, voltadas à manutenção do crescimento e à minimização dos impactos sociais da crise, seguiram desempenhando um papel crucial no incremento da demanda doméstica. A

⁷⁵ Todavia, o resultado consolidado, que inclui estatais, empréstimos com garantia governamental e o custo do ajuste financeiro, apontava para uma relação dívida/PIB de 55% no final de 2000 (ADB, 2001). A situação corrente mostrou-se administrável, especialmente com a retomada do crescimento. O déficit do governo central estava projetado em 3% no ano 2000, contra os 2,9% de 1999, os 2,4% de 1998 e o 0,9% de 1997 (IMF, 2000g, box 1). As pressões inflacionárias foram insignificantes: a inflação no final do primeiro semestre de 2000 estava em 1,6%, cerca de três vezes inferior à média dos anos anteriores. No final de 2000, chegou a 1,3%. A taxa básica de juros que chegou a 26% no final de 1997, mantendo-se acima dos 20% em 1998, chegou a 3,8% em junho de 2000; a taxa de redesconto de 14 dias chegou a 1,4% em dezembro de 2000, ao passo que a taxa do interbancário de 3 meses chegou a 5% (ADB, 2000f:73, 2001).

recuperação das exportações e dos investimentos externos, especialmente 1998 e 1999, garantiram a redução da vulnerabilidade externa⁷⁶.

A Tailândia lançou mão do *Financial Institutions Development Fund* (FIDF) para prover liquidez ao sistema financeiro, ao mesmo tempo em que o governo 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 das demais EACs, onde a intervenção estatal foi mais explícita, permitiu-se a constituição de agências privadas para reestruturação de ativos problemáticos. Alterou-se a legislação de regulação financeira⁷⁷ e promulgou-se uma nova lei de falências⁷⁸.

O governo incentivou a adoção de mecanismos voluntários de acordo de dívidas. Criou o *Corporate Debt Restructuring Advisory Committee* (CDRAC)⁷⁹ e fixou incentivos tributários para acelerar as negociações. Isto porque, como mais de dois terços das dívidas corporativas eram de empresas de pequeno e médio porte, dificultava-se a centralização do processo (ADB, 2000). As negociações voluntárias levadas a cabo pelas próprias instituições financeiras já teriam resultado na resolução de mais de 50%

⁷⁶ A balança comercial que fora deficitária em US\$ 4,6 bilhões em 1997, passou a apresentar superávites sistemáticos: US\$ 10 bilhões em 1998, US\$ 9,2 bilhões em 1999 e US\$ 5,7 bilhões em 2000. Com isso o saldo em conta corrente com relação ao PIB passou de -0,8%, em 1997, para 12,8%, em 1998, 10,2% em 1999 e 7,5% em 2000. O IDE líquido foi, naqueles anos, respectivamente: US\$ 2,3 bilhões, US\$ 8,1 bilhões, US\$ 6 bilhões e US\$ 3,2 bilhões. As reservas, que terminaram 1997 na casa dos US\$ 27 bilhões (4,2 meses de importações), atingiram US\$ 33 bilhões (5,5 meses de importações), no final de 2000. Na verdade, ao longo do ano 2000 o aumento das importações e as saídas de capital provocaram uma leve deterioração das contas externas. Ainda assim, o estoque de dívida externa caiu de US\$ 96 bilhões (final de 1999), para US\$ 80 bilhões (final de 2000). As dívidas de curto prazo remontavam a 17,8% do total dos débitos externos em dezembro de 2000, contra 27,1% do final de 1998. (ADB, 2001, World Bank, 2001).

⁷⁷ O Gabinete do Conselho de Estado aprovou, no primeiro trimestre de 2000, o modelo da nova Lei de Instituições Financeiras. Adotou-se o método de regulação do risco, nos moldes do padrão norte-americano (World Bank, 2000f). Nos termos de Canuto & Lima (1999), trocou-se a regulação substantiva pela procedimental.

⁷⁸ Deve-se destacar as seguintes inovações na nova lei de falências, promulgada em 1999: (i) além da categoria “liquidação”, as disputas judiciais entre credores e devedores podem contemplar “reorganizações”, nos moldes do modelo norte-americano; (ii) com isso, empresas com problemas de liquidez, não precisam, necessariamente, ir à falência; tanto credores como devedores poderão solicitar à Justiça proteção nos termos de uma “reorganização supervisionada”; (iii) com a decretação de moratória, os credores não poderão realizar seus haveres; (iv) o Judiciário avalia se o negócio é viável ou não; se não se mostrar viável, pode-se decretar a liquidação; (v) a proteção aos credores permaneceu frágil, na medida em que o critério de solvência está associado, não à capacidade de pagamento corrente do devedor, mas ao fato contábil do ativo ser maior do que as dívidas (descontado o capital próprio); assim, se a empresa provar que os ativos excedem as obrigações, evita a declaração de insolvência. Ainda assim, um caso recente aponta o surgimento de uma nova jurisprudência a cerca deste tema. O Bangkok Bank solicitou ao Tribunal Central de Falências uma **petição de reorganização** contra a Thai Petrochemical Industry (TPI), cujo débito era de US\$ 3 bilhões. A TPI recorreu alegando que tinha ativos superiores às obrigações. Porém, o Tribunal deu ganho de causa ao Banco, alegando que a TPI não tinha fluxo de caixa suficiente para pagar as dívidas, usando, desta forma, o critério de **capacidade de pagamento** (ADB, 2000d:73).

⁷⁹ Inicialmente, a CDRAC focou sua ação em 702 casos envolvendo grandes empresas. Com o tempo, passou a incorporar empresas de todos os portes. No final de julho de 2000 possuía em sua carteira 9.582 casos, envolvendo dívidas de US\$ 25,4 bilhões, das quais 39% já haviam sido reestruturadas (ADB, 2000d).

dos casos (ADB, 2000b:13). Porém, a maior parcela das dívidas reestruturadas referiam-se às grandes empresas. Segundo a avaliação do BAD, a nova lei de falências não teria reduzido os custos associados aos processos judiciais, bem como teria mantido o viés pró devedor (ADB, 2000d:73).

O Banco Mundial vem criticando o ritmo das reformas. Considerou ainda muito lenta a reestruturação do sistema financeiro. As CGAs privadas⁸⁰ que absorveram cerca de US\$ 7,6 bilhões em ativos de difícil recuperação, até setembro de 2000, não estariam mostrando eficiência na sua reestruturação (World Bank, 2000f). Por outro lado, o Banco elogiou o aporte *market-oriented* das reformas. Na sua estimativa, cerca de US\$ 7,9 bilhões foram injetados nos bancos, na forma de ativos de alta liquidez (*tier-1 capital*). Houve um aumento da liquidez e redução da inadimplência, no período pós crise. Porém, até o final de 2000, havia fortes incertezas quanto à solidez do ajuste das instituições financeiras e não financeiras.⁸¹

A busca de um padrão mais estável de financiamento tem levado a Comissão de Valores Mobiliários a adotar medidas para ampliar a base de investimento e melhorar a qualidade dos ativos⁸². Acelerou-se a emissão de ações de estatais, listadas em bolsa, e a introdução de derivativos enquanto instrumentos de redução de risco. Reduziu-se os custos de transação nas operações realizadas com empresas *pontocom* listadas na bolsa. Foram criados novos instrumentos de *hedge* e, para facilitar o ingresso de capitais estrangeiros, estabeleceu-se uma nova modalidade de *Depository Receipts* conversíveis em ações sem direito a voto (ADB, 2000d:71)

Filipinas

As Filipinas tiveram uma recessão relativamente suave. Em 1998, o PIB decresceu 0,6%, voltando a crescer na ordem de 3,3% em 1999, e 3,9% em 2000. A taxa de câmbio e o preço das ações, que haviam se recuperado entre 1998 e 1999,

⁸⁰ O Banco da Tailândia deu, até outubro de 1999, incentivos tributários à criação de CGAs pelos bancos. Porém somente um banco havia criado uma CGA, com controle integral, transferindo os ativos problemáticos a preços de mercado. Os demais terceirizaram esta atividade, transferindo ativos em valores considerados incorretos pelos Auditores Independentes, o que tem gerado inúmeros conflitos (World Bank, 2000f).

⁸¹ A queda da inadimplência de cerca de 48%, no final de 1998, para 18% no final de 2000, foi o resultado da injeção de recursos no sistema e da retirada dos ativos problemáticos do balanço dos bancos. Com isso, a taxa de adequação de capital passou dos 11%, em dezembro de 2000. Todavia, muitos empréstimos renegociados, entre 1998 e 2000, já estariam novamente em atraso, voltando a contaminar os balanços (ADB, 2001:71).

⁸² Em 2000, registrou-se a emissão de B\$ 143 bilhões (US\$ 3,7 bilhões) em títulos, o que contrastou com a queda de 6% no crédito - tendência já verificada em 1999, quando este declinou 11% (ADB, 2001:71).

voltaram a dar sinais de fragilidade ao longo do ano 2000⁸³. As exportações lideraram a retomada do crescimento (gráfico 5.1) contribuindo, também, para a melhoria das contas externas⁸⁴. Por outro lado, da mesma forma que nas demais EACs, a situação fiscal deteriorou-se: a dívida interna chegou a 74% do PIB, em março de 2000, contra o patamar médio de 53% dos anos imediatamente anteriores à crise. O balanço fiscal do governo central que era levemente superavitário em 1996 e 1997, passou a apresentar déficits crescentes, entre 2% e 5% do PIB, nos três anos seguintes (World Bank, 2000f, ADB, 2000 e 2000d).

Na avaliação do BAD (ADB, 2000b), o caso de Filipinas seria um pouco diferente das demais EACs, na medida em que o processo de liberação financeira teria sido precedido por medidas de fortalecimento institucional (capítulo 3 desta tese). O Banco Central respondeu à crise ampliando o suporte de liquidez⁸⁵, através dos canais tradicionais. O aumento da inadimplência foi tratada como uma questão de gestão privada dos bancos sobre a qualidade do seu ativo⁸⁶. Os mecanismos de supervisão e fiscalização foram aprimorados com a nova Lei Geral Bancária, promulgada em maio de 2000, que, também, ampliou a possibilidade de participação do capital estrangeiro e introduziu novos elementos voltados ao aumento da transparência das instituições⁸⁷.

Com relação à participação do capital estrangeiro, é interessante notar que os legisladores procuraram preservar o sistema como sendo de controle predominantemente nacional. Se, por um lado, a lei ampliou de 30% para 40% a

⁸³ No final de 2000, a cotação do dólar em pesos filipinos era 45% inferior ao nível verificado em junho de 1997. O Índice Composto da Bolsa Filipinas estava 40% menor, em pesos, e 7%, em dólares (ADB, 2000d, 2001).

⁸⁴ Em 1996 e 1997, as Filipinas tinham déficits em conta corrente na ordem de 5% do PIB; em 1998, passou-se a um superávit de 2,4%. Em 1999 e 2000, o superávit situou-se entre 10% e 11%. As reservas externas que terminaram o ano de 1997 em US\$ 7,3 bilhões (1,9 meses de importações), terminaram o ano 2000 em US\$ 15 bilhões (4 meses de importações). Por outro lado, a dívida externa que era de 55% do PIB em 1997, chegou a 68% do PIB no final do primeiro semestre de 2000 (ADB, 2000d:65, World Bank, 2001).

⁸⁵ Estimativas do *staff* do FMI apontavam um suporte de liquidez na ordem de 0,8% do PIB (em maio de 1998), bem inferior ao das demais EACs (Lindgren et al., 1999:19).

⁸⁶ A inadimplência cresceu cerca de 40% entre 1997 e 2000. O BAD não considerou este como um indicador preocupante, na medida em que o seu nível absoluto ainda seria administrável (cerca de 15% no final de 2000), e o nível de capitalização dos bancos estaria adequado: a taxa de adequação de capital situava-se em 15,6% (outubro de 2000) contra o *benchmark* internacional de 8% (ADB, 2000d, 2001:62).

⁸⁷ Algumas diferenças entre a Lei de 1949 e a atual merecem destaque: (i) atualiza a classificação do sistema bancário (incluindo bancos universais, cooperativas e bancos islâmicos); (ii) limita o poder regulatório do Banco Central sobre as IFNBs, buscando forçar sua atuação na política monetária e no controle dos segmentos mais importantes do sistema financeiro; (iii) cria normas de controle e checagem, padrões de comportamento e punições por infrações aos diretores do Banco Central; (iv) alinha as regras prudenciais às *best practices* internacionais; (v) torna-se mais rígida a possibilidade de uma instituição financeira emprestar para seus diretores, acionistas, ou empresas/indivíduos com interesses correlacionados; (vi) amplia-se a transparência, com a fixação em lei da necessidade de publicação trimestral dados financeiros consolidados que também devem ser encaminhados ao Banco Central (ADB, 2000d:61).

participação estrangeira no capital votante e estabeleceu que após 7 anos da sua promulgação este limite poderia chegar a 100%, por outro, fixou em 70% o nível de participação do capital nacional no montante de ativos ou recursos do sistema bancário. Para consolidar o setor, mediante o estímulo à fusões, e atrair investidores estrangeiros, a lei proibiu o estabelecimento de novos bancos passados três anos de sua promulgação (ADB, 2000d:61).

Em julho de 2000, o Código de Regulação do Mercado de Capitais foi transformado em lei. Ampliou-se a proteção aos interesses dos investidores, especialmente pela busca de maior transparência nas ações das empresas e pelo fortalecimento da regulação. A Comissão de Valores Mobiliários das Filipinas foi reordenada, de modo a constituir-se em um órgão capaz de dar efetividade ao controle do mercado de capitais. Antigas funções, de natureza quase judiciais, como a resolução de disputas entre corporações (suspensões de pagamento, alegação de danos privados por ações de outras partes, etc.), foram definitivamente colocada na jurisdição do poder judiciário⁸⁸ (World Bank, 2000f, ADB, 2000 e 2000d).

5.3 Crise e Internacionalização: De Volta Para Qual Futuro?

No auge da crise, Krugman (1998b) anunciava que as economias asiáticas iriam passar por um ciclo de desnacionalização, gerado pela compra dos ativos das empresas locais por estrangeiros. A queda das moedas nacionais abriria a temporada de “liquidação” para os investidores internacionais. Este argumento traduzia a expectativa de que os países asiáticos enfim se curvariam às forças da globalização, pelo desmonte de suas corporações, internacionalização do sistema financeiro, e 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, sinalizavam neste sentido. Da mesma forma, as evidências empíricas sugerem um aumento da participação do capital estrangeiro nas EACs⁸⁹, conforme pode ser verificado na tabela

⁸⁸ Outras leis foram promulgadas no período pós crise, com sinalizações explícitas para a atração de investimentos estrangeiros e modernização dos parâmetros de ordenamento dos mercados: A Lei de Liberalização do Comércio Varejista abriu este setor aos investidores estrangeiros; criou-se uma lei regulando o comércio pela internet; a Lei de Escritórios Regionais foi promulgada visando criar incentivos para que multinacionais estabeleçam-se no país (ADB, 2000d:63).

⁸⁹ Conforme foi destacado no capítulo 2, os países asiáticos que demonstraram uma maior capacidade de desenvolvimento de bases produtivas e tecnológicas endógenas, como Japão, Coreia e Taiwan, basearam sua

5.1. A flexibilização nas regras de participação do capital estrangeiro em diversos setores econômicos das EACs, criou novas oportunidades de inversão, caracterizando-se, para alguns analistas como a força motriz daquele fenômeno (ADB 2001, Unctad, 2000, Mody & Negishi, 2001).

5.1 Estoque de IDE (*inward*) com Relação ao PIB em Economias Seleccionadas (%)

	80	90	95	99
Coréia	1,8	2,1	1,9	6,9
Hong Kong	80,4	62,6	51,0	83,5
Cingapura	52,9	78,0	71,4	93,5
Taiwan	5,8	6,1	6,0	8,1
Malásia	21,1	23,4	32,3	61,8
Indonésia	11,8	34,0	25,0	42,9
Tailândia	3,0	9,6	10,4	21,5
Filipinas	3,9	7,4	8,2	15,2
China	2,1	6,4	19,6	30,9
Memória				
Argentina	2,6	6,4	10,8	22,1
Brasil	8,4	26,3	16,5	27,7
México	1,0	8,5	14,3	14,9
Eurolândia	5,3	25,1	15,5	19,0
Japão	0,3	0,3	0,7	0,9
EUA	3,0	6,8	7,2	11,7
Mundo	4,2	7,7	9,5	15,6

Fonte: Unctad, 2000 e WEO- IMF database. Elaboração do Autor

A crise ensejou mudanças profundas no arcabouço legal referente ao tratamento dos investimentos estrangeiros. Em 1998, a Coréia introduziu uma nova lei de incentivo aos investimentos forâneos. Permitiu-se a propriedade estrangeira de terras; autorizou-se, plenamente, qualquer tipo de F&A, em qualquer setor; equalizou-se os procedimentos legais de constituição de empreendimentos estrangeiros *vis-à-vis* os nacionais; etc. Na Tailândia liberalizou-se a participação estrangeira em setores antes restritos, como: comércio atacadista e varejista, têxteis, hotelaria, calçados e bebidas; além da possibilidade de aquisição integral de propriedades urbanas com até 2 acres. A Indonésia também reduziu o número de setores onde a participação estrangeira era limitada, especialmente em serviços. Malásia e Filipinas, que possuíam ambientes legais mais abertos ao investimento estrangeiro e que não recorreram ao FMI, não fizeram alterações substanciais em suas políticas (ADB, 2001:79-80). Ainda de tais mudanças pudessem visar um objetivo interno de redução dos custos fiscais de

industrialização com ênfase em recursos locais. O IDE teve uma participação marginal naquele processo. Já os NICs II, montaram suas indústrias mais modernas, especialmente a partir dos anos 1990, com o influxo de capitais estrangeiros. É importante perceber, igualmente, que os países industrializados possuem, em geral, um peso relativo do IDE menor que os países em desenvolvimento. Fundam seu crescimento sob bases predominantemente nacionais e/ou regionais.

reestruturação dos sistemas financeiros locais, não se pode deixar de considerar o peso crucial das condicionalidades impostas pelo FMI⁹⁰.

No gráfico 5.2 nota-se que houve um sensível crescimento das fusões e aquisições (F&A) nas EACs, no período pós crise. Estes países têm tido uma posição predominantemente vendedora, ao contrário do que ocorria nos anos anteriores à crise, onde o processo de regionalização da produção fazia com que Coréia e Malásia, mas também Cingapura e Hong Kong, tivessem um volume expressivo de operações de compra⁹¹.

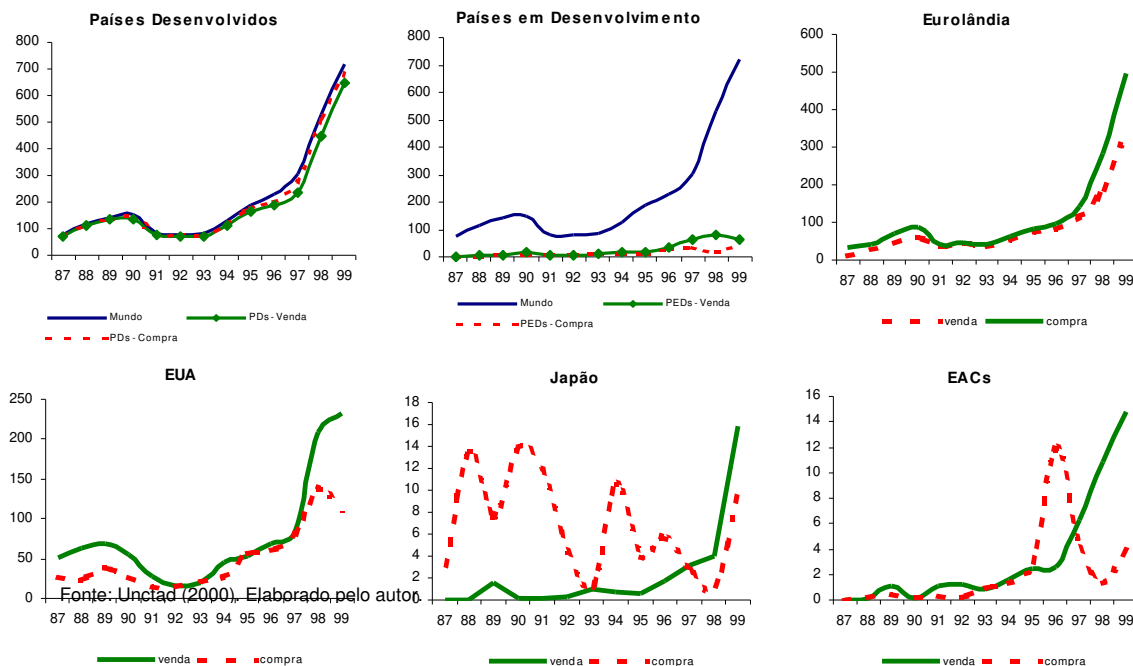
A importância relativa das F&A nas EACs pode ser mensurado pelo cálculo da relação F&A/PIB. Na média do período 1987-1996, as compras representaram cerca de 0,2% do PIB conjunto das EACs, ao passo que as vendas, atingiram 0,14%. Entre 1997 e 1999, aquelas médias elevaram-se para, respectivamente, 0,24% e 1,34%. Assim, em que pese o aumento das atividades de venda de ativos domésticos, as F&A, assim como o IDE em geral, tenderam a ter uma participação reduzida nas EACs. Por fim, o padrão vendedor, verificado nas EACs, no período pós crise, contrastou com o que ocorreu com os países desenvolvidos, que, entre 1987 e 1999, responderam por 87% das vendas e 94% das compras no total global de operações transnacionais de F&A⁹². Por decorrência, os países em desenvolvimento apresentaram um viés pró venda - 13% das F&A, ou seja, mais do que o dobro dos 6% de sua participação nas compras.

⁹⁰ “A Coréia passou pela mudança mais dramática, relaxando consideravelmente seu aporte conservador com respeito ao IDE. Em novembro de 1998, **como parte do programa de reformas acordado com o FMI**, o Governo promulgou a Lei de Promoção do Investimento Estrangeiro, com o objetivo de criar um ambiente político muito mais amigável ao investidor (...) Na Tailândia, a liberalização do investimento estrangeiro, **foi uma parte importante do pacote de reformas indicadas pelo FMI** (...) A Indonésia também se comprometeu com várias mudanças políticas relacionadas ao IDE **como parte do programa de reformas do FMI**.” (ADB, 2001:80, grifos do autor).

⁹¹ Entre 1995 e 1997, período de *boom* em fusões e aquisições “compradoras” destes países, a Coréia acumulou US\$ 5,5 bilhões, a Malásia US\$ 11,2 bilhões, Cingapura, US\$ 4 bilhões, e Hong Kong, US\$ 13,5 bilhões (Unctad, 2000, cálculos do autor).

⁹² Para a economia mundial, o somatório destas operações para o período 1987-1999 foi de R\$ 2,8 trilhões. O Japão e a Eurolândia foram predominantemente compradores, e os EUA, vendedores. Esta posição inverteu-se, a partir de 1997 (Unctad, 2000, cálculos do autor).

5.2 Fusões e Aquisições em Economias Seleccionadas. 1987-1999 (US\$ bilhões)



Para Mody & Negishi (2001)⁹³ o aumento das fusões e aquisições nas EACs não

teria sido resultado de uma onda de liquidações em um contexto de forte depreciação cambial. Isto porque os investimentos ocorreram tanto no período de forte depreciação (1998), quanto no de apreciação cambial (1999). Da mesma forma, rejeitam a sugestão de Krugman (1998b) de que a queda no preço dos ativos locais, com a crise, estaria apenas repondo seu valor histórico, após a *asset price inflation* dos anos 1990⁹⁴.

⁹³ Ainda que trabalhem com a mesma fonte original de dados, a Thomson Financial Securities Data Services, Mody & Negishi (2001) apresentam estimativas de F&A em valores superiores às da Unctad, reportadas no gráfico 5.2. Para aqueles, o montante de F&A das EACs (excluída Filipinas), saltou de US\$ 3 bilhões em 1996, para US\$ 22 bilhões em 1999 (US\$ 13 bilhões somente na Coreia) e US\$ 18 bilhões em 2000. Este movimento fez com que a proporção de F&A no total do IDE, no Leste Asiático, passasse 6% em 1995, para 13% em 1997 e chegasse a 30% em 1999.

⁹⁴ "As limitadas evidências disponíveis vão contra a hipótese de que uma significativa quantidade de ativos tenha sido vendida a preços de liquidação. As fusões e aquisições transnacionais foram maiores na Coreia, que sofreu menos com a crise e teve a recuperação mais rápida. As transações de F&A não somente alcançaram US\$ 9 bilhões em 1998 – cinco vezes mais do que em 1997 – mas também continuaram a crescer em 1999 (em 38%), a despeito de uma apreciação do *won* em 15% desde o início de 1998. Então, isto sugere que a aquisição de ativos por empresas estrangeiras deve-se mais às novas oportunidades criadas pelas mudanças políticas, que encorajaram as F&A, do que pela maior liquidez das empresas decorrente da depreciação cambial. A grande dispersão de preços nos quais os ativos problemáticos foram vendidos – um espectro entre 25% e 80% do valor contábil – sugere que estes preços refletiram diferenças na qualidade dos ativos, mais do que vendas de liquidação."

Em um recorte setorial, estes autores destacam que as F&A predominaram no setor de serviços, ao passo que, na indústria, verificou-se uma quantidade maior de investimentos do tipo *greenfield*. Na tabela 5.2 pode-se perceber que, até 1997, havia um predomínio das F&A no setor de serviços, especialmente em finanças, transporte, armazenagem e comunicações. A partir de 1997, a indústria de transformação passou a ter mais peso, com operações de maior porte nos setores de alimentos, química, material de transporte e equipamentos eletro-eletrônicos. Por outro lado, em setores de ponta tecnológica, como instrumentos de precisão, veículos e equipamentos de transporte, as F&A não ultrapassaram, em valores acumulados, US\$ 450 milhões, entre 1997 e 1999 (UNCTAD, 2000).

(Mody & Negishi, 2001). “Muitas das novas atividades de fusões e aquisições não parecem ser o tipo de ‘liquidação’ prevista por alguns analistas. Ante disso, são realizadas por multinacionais que estão ampliando a propriedade e injetado novo capital em empresas que já eram subsidiárias.” (World Bank, 2000: 64)

5.2 Fusões e Aquisições (Vendas) nas EACs por Setores, 1987-1999 (US\$ milhões)

Setores	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	Particip.no Total (%)	
														1998	1999
Primário	-	120	-	15	45	-	93	59	76	3	367	146	47	1,3	0,3
Secundário	29	7	943	54	648	285	196	248	457	935	5.134	5.087	8.125	46,8	55,2
Alimentos Bebidas e Tabaco	-	-	632	14	-	11	126	78	16	30	3.424	1.359	67	12,5	0,5
Coque, Petróleo e Combustíveis	29	-	150	-	540	28	-	5	83	291	112	230	1.417	2,1	9,6
Química e Derivados	-	-	150	-	2	0	17	35	101	38	87	1.263	930	11,6	6,3
Maquinaria e Equipamentos	-	-	-	-	14	0	-	1	25	8	-	756	1.488	7,0	10,1
Equipamentos Elétricos e Eletrônicos	-	-	-	-	19	35	-	-	29	131	107	108	2.055	1,0	14,0
Outros	0	7	11	40	73	211	53	129	203	437	1.404	1.371	2.168	12,6	14,7
Terciário	25	38	137	102	400	895	577	1.260	1.935	1.619	807	5.633	6.547	51,8	44,5
Finanças	25	-	69	18	230	23	372	470	443	443	158	2.073	2.619	19,1	17,8
Transporte, Armazen.e Comunicações	-	-	-	-	1	374	54	178	745	907	167	1.925	1.323	17,7	9,0
Eleticidade, Gás e Água	-	-	-	-	-	-	-	5	4	41	56	808	994	7,4	6,8
Outros	0	38	68	84	169	498	151	607	743	228	426	827	1.611	7,6	10,9
Total	54	165	1.080	171	1.093	1.180	866	1.567	2.468	2.558	6.308	10.866	14.719	100,0	100,0

Fonte: UNCTAD (2000). Arranjos e cálculos do autor.

Em que pese sua defesa do aprofundamento do IDE na região, Mody & Negishi (2001) admitem que não existiriam evidências conclusivas de que as F&A teriam contribuído para a recuperação das EACs. Na Tailândia, os setores com um maior número de F&A (petroquímica e comércio atacadista e varejista) apresentaram um ritmo inferior de recuperação da produção. Tal fenômeno reproduziu-se, em menor escala, na metalurgia, têxteis, transporte e comunicação, entre outros. O elo de ligação frágil entre F&A e recuperação teria se verificado, também, na Malásia e Coreia. Ainda assim, os autores apostavam em ganhos de eficiência de longo prazo dos setores que ampliaram sua exposição à participação estrangeira.

No que se refere especificamente ao setor bancário, é possível detectar uma ampliação da participação estrangeira nas EACs (tabela 5.3). Em 1994, somente 1,6% do total de ativos do sistema bancário de Coreia, Malásia e Tailândia estava sob controle do capital estrangeiro. Em 1999 este controle atingiu 6% dos ativos totais. Ainda assim, a internacionalização dos sistemas bancários nacionais nas EACs mostrava-se substancialmente inferior à das principais economias latino-americanas e do leste europeu. O BAD (2001) atribuiu a baixa participação do capital estrangeiro nas reestruturação financeira das EACs, até o final de 2000, às incertezas políticas, à

resistência de grupos organizados contrários à liberalização, e à relativa lentidão das reformas em alguns países.

5.3 Participação do Capital Estrangeiro no Sistema Bancário em Economias Seleccionadas

País/Região	Ativos em Dez. de 1994		Ativos em Dez. de 1999		
	Total (US\$ bilhões)	Controle Estrang.* (%)	Total (US\$ bilhões)	Controle Estrang.* (%)	Controle Estrang. (%)**
Europa Central					
República Tcheca	46,6	5,8	63,4	49,3	50,7
Hungria	26,8	19,8	32,6	56,6	80,4
Polônia	39,4	2,1	91,1	52,8	52,8
Total	112,8	7,8	187,1	52,3	56,9
Turquia	52	2,7	156,2	1,7	1,7
América Latina					
Argentina	73,2	17,9	157	48,6	48,6
Brasil	487	8,4	732,3	16,8	17,7
Chile	41,4	16,3	112,3	53,6	53,6
Colômbia	28,3	6,2	45,3	17,8	17,8
México	210,2	1	204,5	18,8	18,8
Peru	12,3	6,7	26,3	33,4	33,4
Venezuela	16,3	0,3	24,7	41,9	43,9
Total	868,6	7,5	1302,4	25	25,5
Total - BR e MEX	171,4	13,1	365,6	44,8	44,9
Ásia					
Coréia	638	0,8	642,4	4,3	16,2
Malásia	149,7	6,8	220,6	11,5	11,5
Tailândia	192,8	0,5	198,8	5,6	5,6
Total	980,5	1,6	1061,8	6,0	13,2

Fonte: IMF(2000c). Arranjos do autor.

(*) Controle estrangeiro acima de 50% do capital votante.

(**) Controle estrangeiro acima de 40% do capital votante.

Assim, as evidências disponíveis sugerem que estavam corretas as expectativas de aceleração da venda de ativos domésticos nas EACs. Porém, ainda não em uma dimensão capaz de caracterizar uma mudança estrutural no padrão prévio de desenvolvimento. A participação do IDE na formação bruta de capital fixo⁹⁵ e na renda tendeu a ser menor nos países asiáticos, especialmente nas economias maiores, como Japão, Coréia e Taiwan. Não à toa, estes países foram os que mais avançaram no processo de *catching up* tecno-produtivo com as economias líderes do ocidente⁹⁶. Os países menos desenvolvidos da região, como Malásia, Indonésia, Tailândia e Filipinas,

⁹⁵ Para o período 1985-1995, verificou-se a seguinte participação média do IDE (*inflow*) na formação bruta de capital fixo: Coréia – 0,9%; Taiwan – 2,7%; Hong Kong – 18,1%; Cingapura – 29,3%; Malásia – 17,1%; Tailândia – 4,1%; Indonésia – 3,4%; Filipinas – 7,7%; Japão – 0,1%; EUA – 7%; Países em Desenvolvimento – 5,1%; Países Desenvolvidos – 3,9%; Mundo – 4,1% (Unctad, 2000). Este indicador elevou-se nas EACs no período 1997-1999. Em 1999 ele foi de 7,4% na Coréia, 16,2% na Malásia, 26,7% na Tailândia, 13,1% nas Filipinas e -1,2% na Indonésia (ADB, 2001:77). Porém, dada a compressão geral dos investimentos e a desvalorização cambial, deve-se ter cuidado ao se apontar uma mudança estrutural definitiva. Entretanto, é provável que o aumento da participação estrangeira nas economias locais gere um crescimento futuro daquele indicador.

⁹⁶ Ver capítulos 1 e 2 desta tese.

aceleraram seu crescimento e ampliaram sua inserção internacional nas décadas de 1980 e 1990 com o apoio do IDE, especialmente do Japão. Por isso ampliaram fortemente relação IDE/PIB (tabela 5.1).

5.4 Os Limites da Recuperação

A análise do ajuste pós crise nas EACs, aponta para a necessidade de cautela na elaboração de projeções para o comportamento futuro da região. A recuperação no biênio 1999-2000 foi marcada pelo retorno a um padrão mais pragmático na gestão macroeconômica, especialmente no que se refere ao manejo da taxa de câmbio⁹⁷ (tabela 5.4), em um contexto externo favorável – aumento no preço dos produtos eletrônicos e manutenção da demanda externa, especialmente dos EUA (Park & Lee, 2001).

Ao longo das décadas de crescimento com estabilidade, a política econômica dos países asiático foi conduzida de modo a garantir condições internas favoráveis ao crescimento. Evitou-se, desta forma, a valorização cambial e, assim, o viés anti-exportação. Minimizou-se, especialmente quando comparada à experiência dos países latino-americanos, os desequilíbrios fiscais e monetários, permitindo-se a redução de ineficiências alocativas (World Bank, 1993, Wade & Veneroso, 1998).

Nos anos que antecederam à crise a rigidez cambial potencializou o acúmulo de fragilidades externas. Depois do colapso financeiro, os países asiáticos procuraram, de um modo geral, evitar as soluções extremas de câmbio fixo **ou** flexível. Buscou-se o pragmatismo no enfrentamento do triângulo impossível: manutenção da liberdade de capitais *versus* políticas monetárias flexíveis *versus* plena estabilidade cambial (Park & Lee, 2001)

⁹⁷ No período pré crise, a maioria dos países asiáticos adotava regimes cambiais onde a moeda local estava atrelada, de forma mais ou menos rígida, ao dólar norte-americano. A partir de 1998, verifica-se, na região, desde o modelo extremo de *hard peg* (Hong Kong, China e Malásia), até o câmbio flexível da Coreia. O fato é que, segundo o ADB, mesmo nos regimes mais livres, as AMs passaram, especialmente, em 1999-2000, a intervir mais no mercado cambial: “Essa tendência intervencionista acelerou-se nos meses recentes – logo depois da crise financeira as taxas de câmbio eram muito mais flexíveis [tabela 5.4, neste capítulo] – e uma possível razão deste fato é a expectativa de que é um regime de câmbio flutuante administrado [*loose pegging*] tenha o mesmo efeito do câmbio livre, mas sem a volatilidade deste.” (ADB, 2001b:186)

5.4 Flexibilidade Cambial em Economias Asiáticas Seleccionadas, 1995-2000

Moedas	Pré Crise Jan 95/Jun 97	Crise Ago 97/Dez 98	Recuperação/Normalização Jan 99/Out 00
Baht (Tailândia)	0,07	0,18	0,17
Won (Coreia)	0,12	0,24	0,13
Dólar de Cingapura (Cingapura)	0,09	0,70	0,20
Rupia (Indonésia)	0,01	0,41	0,32
Ringgit (Malásia)	0,22	0,21	0,00
Peso (Filipinas)	0,02	0,21	0,12
Novo Dólar de Taiwan (Taiwan)	0,07	0,38	0,16

Fonte: Merrill Lynch, Global Economic Trends (December 2000) apud ADB (2001b:187)

Nota: Considera-se que quando o índice de flexibilidade cambial (IFC) é 0, tem-se total inflexibilidade; quando é 1, total flexibilidade.

O IFC é calculado da seguinte forma: $DPTC/(DPTC \cdot DPRES)$, onde o DPTC é o desvio padrão do log das mudanças da taxa de câmbio da moeda local com relação ao dólar norte-americano; e o DPRES é o desvio padrão do quociente entre a variação das reservas e o estoque da base monetária defasada no tempo (indicando, portanto, o a parcela da volatilidade cambial potencial neutralizada pelo governo).

O IFC baseia-se na noção de que, para que uma moeda seja flexível, sua variabilidade deve responder, positivamente, às pressões de mercado.

Por outro lado, evidenciou-se que as EACs permaneceram expostas a fatores fragilizadores de suas economias, tanto internos quanto externos. No *front* doméstico prevaleceu a tensão entre o ritmo das reformas e as expectativas dos investidores, locais e estrangeiros, com respeito àquelas. No *front* externo, a instabilidade nos mercados acionários dos principais países industrializados⁹⁸, em resposta à desaceleração da economia norte-americana, e as crises financeiras recorrentes nos países em desenvolvimento, como no Brasil, Turquia e Argentina, provocaram um aumento na aversão ao risco e, assim, à exposição aos mercados emergentes. A queda nos preços dos produtos eletrônicos e a retração na demanda mundial fragilizaram *drive* exportador (ADB, 2001 e 2001b, 2001c).

O declínio das exportações asiáticas, a partir do segundo semestre de 2000, esteve associado à queda na demanda mundial de produtos eletrônicos. Tal redução deveu-se, sobretudo, à queda no ritmo de compras do mercado norte-americano, aliada à demanda insuficiente do Japão (World Bank, 2001, ADB 2001c). O BAD estimava que, de um crescimento de 40% em 2000, o mercado mundial de produtos eletrônicos crescería entre 20% e 30% em 2001 e 2002 (ADB, 2001b:16). Se este cenário se

⁹⁸ O Banco Mundial reportou que a correlação entre o índice NASDAQ e os índices dos mercados acionários atingiu 0,8 no período 2000-2001, contra 0,2 de correlação verificada ao longo dos anos 1990. Assim: "O mercado acionário asiático também enfraqueceu, refletindo o grande declínio dos mercados globais. Os mercados asiáticos tornaram-se muito mais correlacionados com a NASDAQ, em linha com a globalização dos mercados financeiros, as tecnologias de informação e [o desenvolvimento] do setor eletrônico, e acompanhando a crescente dependência das exportações de alguns países asiático naqueles setores." (World Bank, 2001:11)

confirmar, os países com um maior coeficiente de exportações e que dependeriam significativamente daquele setor, tenderiam a sofrer mais (tabela 5.5).

Na tabela 5.5 pode-se constatar que, com exceção de China e Indonésia, os demais países asiáticos possuem uma forte exposição das respectivas pautas de exportação ao setor eletrônico. Além disso, alguns países apresentam uma maior exposição ao segmento de componentes eletrônicos e aos mercados norte-americano e japonês. Em um cenário de retração internacional, Malásia e Filipinas tenderiam a ser mais afetados. São fortemente extrovertidos, dependem significativamente da demanda dos EUA e Japão, possuem uma significativa exposição ao setor eletrônico e estão especializados no segmento de componentes, com características mais próximas das *commodities* tradicionais (World Bank, 2001, ADB, 2001). A China tenderia a sofrer menos. Intermediariamente, Coréia, Taiwan, Cingapura e Tailândia, também seriam afetadas, ainda que de forma menos intensa⁹⁹. O BAD (ADB, 2001) lembra que na recessão norte-americana de 1991, as exportações asiáticas para aquele mercado, que cresciam a um ritmo de 9% ao ano, declinaram a uma taxa anualizada de 3%.

5.5 Distribuição Setorial da Indústria Eletrônica em Economias Seleccionadas, 1999-2000 (%)

Países	Participação dos Produtos Eletrônicos no Total das Exportações*	Participação na Exportação de Eletrônicos			Memo		
		Eletrônica Industrial**	Componentes e Partes	Eletrônica de Consumo	X/PIB***	X/PIB** Para:	
						EUA	Japão
Cingapura	64	10	89	1	138	26	10
Filipinas	61	0	66	33	61	14	6
Malásia	58	2	70	28	112	24	13
Taiwan	46	15	80	5	46	11	5
Coréia	38	18	78	4	37	7	4
Tailândia	36	0	43	57	56	11	7
Hong Kong	33	12	70	18	105	26	6
China	24	0	15	85	23	4	3
Indonésia	14	0	15	85	41	6	7

Fonte: ADB (2001b:16), IMF WEO Database (www.imf.org), ADB Database (www.adb.org), Financial Times. Cálculos do autor.

* Jan/Out de 2000 ** 1999 *** 2000; 1999 para Cingapura, Taiwan e Hong Kong

⁹⁹ As estimativas do Banco Mundial (World Bank, 2001) apontavam neste mesmo sentido. Malásia e Filipinas seriam mais expostas aos setores de tecnologia de informação (TI). Em 1999 as exportações de TI, com relação ao PIB, atingiram 49,5% na Malásia e 28,5% nas Filipinas. Na Tailândia este indicador foi de 11,5%, na Coréia, 9,1%, na

Para o Banco Mundial (World Bank, 2001), a retração econômica nos EUA e a incapacidade do Japão retomar uma trajetória consistente de crescimento ameaçaria a recuperação asiática. As exportações das EACs para os dois principais mercados mundiais, equivaleria a cerca de 16% do seu PIB conjunto, bem acima da média regional para os demais países, que está entre 7% e 8%. Por outro lado, a tendência de queda nas taxas de juros nos países centrais, no preço do petróleo e no valor do dólar, poderiam contra-arrestar o declínio no lado real. Ainda assim, projetava-se um crescimento menor na região em 2001 - entre 3% e 5% nas EACs, e entre 1,2% (Japão) e 7,3% (China) para as demais economias – e 2002 – entre 4% e 6% nas EACs. Em março de 2001, o BAD (ADB 2001b) estimava um crescimento de 3,9% em 2001 e 5,1% em 2002 nas EACs, e de 5,3% e 6,1% para o conjunto dos países em desenvolvimento da Ásia. Em junho (ADB, 2001c), o Banco reduziu em 0,5% suas projeções de crescimento das EACs e da região como um todo para 2001.

Park & Lee (2001) lembram que reformas estruturais demandarão tempo para desdobrarem-se em resultados efetivos do ponto de vista de ampliação na competitividade, mesmo que sua implementação seja adequada. A análise econométrica dos autores não constatou evidências de que as crises cambiais afetem a trajetória de crescimento de longo prazo. Todavia, o esgotamento da via fácil de crescimento dos países asiáticos – a acumulação intensiva de capital físico e humano – poderá determinar uma retração de 1,5% nas taxas médias de crescimento para a próxima década.

5.5 A Geração de um Novo Modelo?

Em meio à crise, e por força da pressão externa, especialmente do FMI, as EACs adotaram políticas fiscais e monetárias fortemente contracionistas. Porém, já em 1998 e, especialmente, em 1999, passou-se a realizar políticas mais frouxas, caracterizadas pela busca de recuperação do crédito doméstico, redução das taxas de juros e 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 contou com uma ação direta do Estado, com a criação e/ou fortalecimento de agências especializadas na gestão de créditos improdutivos, capitalização de instituições e

Indonésia, 1,2% e na China, 2,1%. Com exceção da Indonésia, para todos os demais países, os EUA absorvem

gerenciamento das mutações patrimoniais (promoção de nacionalizações, estímulo à fusões, incorporações e venda de ativos). O poder público, especialmente na Coreia, procurou coordenar o ajuste das corporações não financeiras.

A ampliação da participação do capital estrangeiro¹⁰⁰ foi menor do que as expectativas criadas por Krugman (1998b). Por isso, na avaliação do Banco Mundial “(mesmo) que as vendas à estrangeiros se acelerem, dificilmente alterar-se-á, radicalmente, a estrutura de propriedade das instituições financeiras. Os interesses estrangeiros poderiam esvanecer depois das primeiras vendas – as instituições estrangeiras [que operam no sistema financeiro] focam suas operações em multinacionais, empresas *blue-chip* e no financiamento de curto prazo, e não estariam inerentemente inclinadas a estabelecerem amplas redes de varejo. Mais do que isso, **a oposição à dominação estrangeira crescerá se a propriedade estrangeira crescesse rapidamente.**” (World Bank, 2000: 87, grifos do autor).

Ao nuclearem-se as reformas estruturais em torno da busca do equilíbrio patrimonial das instituições financeiras e não financeiras, os países asiáticos iniciaram um complexo esforço de remodelagem do padrão de financiamento das suas economias. O crescimento da oferta de crédito ao setor privado, entre 1998 e 2000, só foi capaz de recompor os níveis agregados da relação crédito/PIB na Coreia (World Bank, 2001). Nas demais EACs, o esforço de saneamento do setor financeiro, mesmo em um contexto de retomada do crescimento, foi incapaz de recuperar plenamente os canais funcionais de financiamento. A situação ainda frágil dos sistemas financeiros locais, a pressão externa pelo aprofundamento da liberalização financeira, as incertezas quanto à solidez do novo ciclo de crescimento e a sustentabilidade das reformas, bem como a instabilidade no mercado financeiro internacional, contribuíram para a alternância de momentos de *boom and bust* nos mercados acionário e cambial das EACs.

mais de 25% das exportações de TI.

¹⁰⁰ Do ponto de vista institucional verificou-se que “(todos) os países em crise relaxaram restrições ao IDE. A liberalização tem sido mais destacada na Coreia, que tinha a menor abertura antes da crise. A Malásia, que possui um dos mais elevados coeficientes de IDE/PIB, tomou poucas medidas adicionais.... A maioria dos países tem suavizado restrições ao controle estrangeiro, com a mudança mais notável ocorrendo na abertura dos setores bancário e financeiro. Na Coreia, quase todos os setores, incluindo o bancário, foram abertos para mais de 100% de propriedade estrangeira, ainda que persistam algumas restrições.” (World Bank, 2000:60). No caso da Malásia, a participação estrangeira no processo de reestruturação de dívidas das corporações problemáticas mostrou-se, até o final de 2000, aquém das expectativas dos órgãos multilaterais: “Embora tenha havido progresso na reestruturação das corporações, uma preocupação que permanece é que, em alguns casos, tem havido relutância em permitir a participação de capital estrangeiro nas reestruturações.” (ADB, 2001:54).

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 deterioração nas contas públicas (Park & Lee, 2001). Todavia, esse último elemento não se traduziu em instabilidade monetária, nos moldes das economias latinas na seqüência da crise da dívida dos anos 1980. 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.

Aparentemente, este constituiu-se no grande desafio para a sustentabilidade da recuperação no longo prazo, ou seja: a capacidade de conciliar os requisitos institucionais homogeneizantes associados ao processo de globalização e impostos pelas instituições multilaterais, com a preservação do pragmatismo político e dos ativos locais construídos nas últimas décadas. Alguns esforços coletivos sinalizaram neste sentido. Em 1998, os Ministros de Finanças dos países da ASEAN assinaram um termo de entendimento que estabeleceu o Processo de Monitoramento do ASEAN. Em encontros semestrais, realiza-se uma dinâmica de acompanhamento conjunto das políticas dos países membros e, por decorrência, do desempenho macroeconômico e social. A troca de informações e a coordenação das ações formam a base desta iniciativa¹⁰¹ (ARIC, 2000).

Buscou-se, também, a construção de um arranjo cambial regional visando garantir um suporte endógeno para o enfrentamento de crises financeiras¹⁰². A iniciativa de *Chiang Mai*¹⁰³ retomou, em alguma medida, os princípios de cooperação regional na área monetária do projeto de constituição de um Fundo Monetário Asiático, que fora

¹⁰¹ “O processo de Monitoramento do ASEAN é o primeiro esforço concreto de um grupo de países em desenvolvimento em trocar informações sobre o desenvolvimento econômico e políticas, e considerar as repostas individuais e coletivas à eventos que possam impactar, negativamente, o bem estar sub-regional.” (ARIC, 2000:1)

¹⁰² Outros esforços neste mesmo sentido devem ser destacados. Em novembro de 2000, foi fechado um acordo para ampliar de US\$ 200 milhões para US\$ 1 bilhão, o fundo de suporte de liquidez de curto prazo, estruturado para os países da ASEAN (Indonésia, Malásia, Filipinas, Cingapura, Laos, Brunei, Camboja, Vietnã e Mianmar). O Asean Swap Arrangement (ASA) permite o acesso de um suporte de liquidez emergencial, de curto prazo (6 meses) com juros relativamente mais baixos que os dos mercados privados (Bank of Indonesia - http://www.bi.go.id/bank_indonesia_english/main/press_releases/pers_detail.asp?id=994).

¹⁰³ O encontro de maio de 2000 do ASEAN, ao qual seguiu-se o encontro anual do BAD, marcou o lançamento da expansão do Arranjo de Swap da ASEAN, que passou a contar com o apoio da China, Japão e Coreia do Sul. Definiu-se: (i) a troca de informações econômicas consistentes, especialmente sobre os fluxos de capitais, em tempo hábil, entre os países acordantes; (ii) o estabelecimento de uma rede de contatos para facilitar o monitoramento e coordenação das ações; (iii) e a criação de um arranjo financeiro suplementar às facilidades já disponíveis pelas agências multilaterais (ARIC, 2000). Com reservas cambiais conjuntas na ordem de US\$ 800 bilhões (último trimestre de 2000), os acordantes teriam um poderoso instrumento de defesa contra ataques cambiais. Park & Wang (2000) estimam que com a disponibilização de 10% daquelas reservas para cobrir os arranjos de *swaps*, os países acordantes teriam uma linha de defesa externa consistente.

abortado no bojo da negociação dos pacotes de socorro financeiro do FMI, nos meses que se seguiram à crise financeira. Em setembro de 1997, o Japão propôs a criação de um fundo de US\$ 100 bilhões, para prover liquidez, de forma ágil, aos países da região que estivessem sob ataque especulativo. Metade dos recursos viriam do próprio Japão, e o restante seria integralizado pela China, Hong Kong, Cingapura e Taiwan. A idéia foi rejeitada em meio ao quinto encontro da APEC, em novembro de 1997, sob a argumentação de que tal fundo haveria uma duplicidade de atividades com o FMI (ARIC, 2000, Frankel & Roubini, 2001).

A possibilidade de utilização de um fundo cambial, composto pelo somatório das reservas dos países da ASEAN, mais Coréia, Japão e China, possibilitaria uma maior estabilidade nos mercados de moedas e ativos financeiros (Park & Wang, 2000, United Nations 2001). Os critérios de condicionalidade para o acesso aos recursos por parte dos países em dificuldades seriam definidos regionalmente. Da mesma forma, a tempestividade do auxílio e a possibilidade de utilizar o fundo como aval para a captação de recursos privados no mercado internacional, permitiriam compatibilizar a busca da manutenção de graus de liberdade para a condução das políticas nacionais e/ou regionais de desenvolvimento, em um contexto de crescente integração internacional¹⁰⁴.

Deve-se destacar, todavia, que este processo de cooperação financeira está em um estágio embrionário. Sua consolidação dependerá da capacidade conjunta de equacionamento de conflitos políticos locais, que envolvem a disputa pela hegemonia regional. Observadores ocidentais mostram-se céticos com respeito ao amadurecimento daquelas iniciativas (Eichengreen, 1999b). Alegam, tendo por referência o caso europeu, que faltaria à Ásia o acúmulo histórico na busca efetiva de uma integração institucional mais sólida. A construção de vínculos formais – regras e instituições - e informais - redes de pessoas que, por trabalharem de forma conjunta no processo de integração, estabeleceriam vínculos de confiança mútua – não seria factível no curto e médio prazo, no caso asiático. Por outro lado, alguns analistas apostam que o impacto crise financeira foi o suficiente para catalizar as forças políticas

¹⁰⁴ “O interesse com relação à opção regional atraiu um interesse renovado com a crise asiática de 1997/1998. Isto foi o reflexo da percepção de que as recomendações e condicionalidades das instituições financeiras internacionais foram formatadas, de forma inadequada, às particularidades das crises, e que estas instituições falharam em perceber as formas distintas do aporte asiático para o crescimento e aprendizado econômico. Esta experiência deu origem às discussões para a constituição de um Fundo Monetário Asiático.” (ADB, 2001b:191).

necessárias ao fortalecimentos de arranjos regionais de cooperação econômica (Park & Wang, 2000, Jomo, 2001).

CONCLUSÃO

“A crise econômica global começou na Tailândia, em 2 de julho de 1997. Os países do leste asiático emergiam de três décadas miraculosas: as rendas foram elevadas significativamente, a saúde foi melhorada, a pobreza tinha caído dramaticamente. Não somente a alfabetização era universal, como em teses internacionais de ciências e matemática, muitos destes países superavam os EUA. Alguns não tinham sofrido um único ano de recessão em 30 anos. Mas as sementes da calamidade já haviam sido plantadas. No começo dos anos 90, os países do leste asiático liberalizaram seus mercados financeiros e de capitais – não porque precisassem atrair mais recursos (suas taxas de poupança já estavam acima de 30% ou mais), mas devido às pressões internacionais, incluindo as do Departamento do Tesouro dos EUA. Estas mudanças provocaram uma inundação de capitais de curto prazo – ou seja, do tipo de capital que procura o maior retorno no dia, semana ou mês seguinte, em oposição aos investimentos de longo prazo em coisas como fábricas. Na Tailândia, este capital de curto prazo ajudou a alimentar um insustentável boom imobiliário. E como as pessoas ao redor do mundo (inclusive os americanos) aprenderam, dolorosamente, cada bolha especulativa eventualmente rompe-se, freqüentemente com conseqüências desastrosas. Tão subitamente quanto entrou, o capital saiu. E, quando todos tentam tirar seu dinheiro ao mesmo tempo, causa-se um problema econômico. Um grande problema econômico.”

“O problema não foi a imprudência dos governos, como na América Latina; o problema foi o setor privado imprudente – todos aqueles banqueiros e tomadores que especularam na bolha imobiliária.”

Joseph Stiglitz, 17/04/2000. “The Insider”. New Republic On Line.

Causas e conseqüências. Este binômio orientou o trabalho desenvolvido nesta tese, que teve por objeto a compreensão da crise asiática de 1997 e 1998. Antes de resgatar-se as conclusões construídas ao longo dos capítulos anteriores, impõe-se a lembrança sobre a importancia economica da região aqui tratada.

O Pacífico Asiático (PA), que congrega, para os efeitos da nossa análise, Japão, Coréia, Taiwan, Hong Kong, Cingapura, Malásia, Indonésia, Tailândia, Filipinas e China, é uma região que possui cerca de 1/3 da população mundial, 1/4 da renda e das exportações e 1/5 do estoque de investimento direto externo.

Ao longo dos últimos 30 anos, seu crescimento foi superior ao dobro da média mundial. Neste período, suas economias passaram por um intenso processo de modernização produtiva. Suas sociedades colheram os frutos deste progresso material, na forma de uma sensível melhora nos padrões de vida. Nenhuma outra região do mundo, em nenhum outro momento da história recente foi capaz de alcançar tal sucesso em tão pouco tempo. Por conta disso, o PA e, em especial, as economias em desenvolvimento que o compõem, sempre esteve no centro das análises sobre o tema desenvolvimento.

Duas questões norteiam as discussões em torno do “milagre asiático”. A primeira diz respeito às características, idiossincráticas ou conscientemente produzidas por políticas públicas, que teriam permitido sua trajetória sustentada de crescimento com estabilidade. A segunda associa-se a busca de elementos passíveis de serem reproduzidos por outras economias em desenvolvimento. As respostas, longe de configurarem um consenso, passam, necessariamente, pela consideração dos seguintes elementos: (i) o seu padrão de inserção na economia internacional; (ii) a construção, ao longo do tempo, de vantagens comparativas que não eram diretamente determinadas pela dotação inicial de fatores de produção; (iii) o que implica analisar as bases financeiras e tecno-produtivas que sustentaram seu crescimento; (iv) e os arranjos institucionais que viabilizaram os anteriores.

Quando aqueles são considerados, evidencia-se a existência de pontos em comum e especificidades marcantes. Em comum, o fato dos países da região terem, em algum momento de suas trajetórias individuais, lançado mão do *drive* exportador como elemento crucial na dinamização do crescimento, geração de fontes autônomas de financiamento externo e de pressão competitiva sobre os produtores locais. Além disso, o ambiente político favorável dos anos da Guerra Fria, permitiu o acesso privilegiado aos principais mercados ocidentais e às fontes oficiais de financiamento. A localização geográfica em uma das fronteiras do embate capitalismo *versus* socialismo determinou este aspecto. A existência de regimes políticos autoritários permitiu a manutenção da “lei e da ordem” e, assim, de bases estáveis para os investimentos privados. Garantiu, também, a imposição da realocação dos excedentes socialmente produzidos, de modo a favorecer os setores “modernos”, e a criação de legitimação social das políticas oficiais, através da democratização no acesso aos bens sociais básicos.

Com respeito às especificidades, há que destacar alguns pontos. Japão, Coreia e Taiwan, procuraram fortalecer as suas bases econômicas endógenas. A política econômica priorizou a consolidação dos grupos econômicos nacionais. As políticas financeira, industrial e comercial, combinavam-se no sentido de garantir o crescimento da poupança - pública e, principalmente, privada -, a internalização de setores industriais intensivos em capital e tecnologia e o aumento consistente da produtividade. A proteção do mercado interno e da indústria infante, os subsídios fiscais e financeiros – normalmente através de instituições públicas de fomento –, os incentivos

cambiais e comerciais eram instrumentos para a consolidação das empresas mais dinâmicas. E, no limite, as bases para a construção nacional. Tal intento demandava a consolidação de burocracias capazes de implementar eficientemente os planos de desenvolvimento. Mais do que isso, implicava na necessidade de superação das limitações associadas ao baixo desenvolvimento dos sistemas financeiros e do atraso tecnológico. Isto foi buscado pelo estreitamento das relações entre bancos, indústria e Estado.

Hong Kong e Cingapura priorizaram uma estratégia de especialização no setor de serviços, o que implicou uma abertura muito maior ao capital estrangeiro. Não se pretendia “consolidar a nação” através da industrialização e, sim, encontrar nichos de competitividade, considerando-se as suas limitações físicas e financeiras.

Os NICs II, Malásia, Indonésia, Tailândia e Filipinas, valeram-se de mercados internos mais largos e/ou de uma maior dotação de recursos naturais. Suas indústrias de transformação desenvolveram-se nos setores tradicionais, intensivos em trabalho e recursos naturais. A modernização recente, nas décadas de 1980 e 1990, foi levada a cabo através da atração de capital externo. Suas burocracias estatais jamais alcançaram o grau de eficiência e de relativa autonomia política das congêneres do noroeste, Japão, Taiwan e Coreia. Seus regimes políticos sempre foram mais sujeitos ao clientelismo, o que reduziu a dimensão objetiva das políticas públicas.

A China iniciou, na década de 1980, um processo de crescente abertura econômica e política, que lhe permitiu reduzir o *gap* de desenvolvimento frente aos demais países da região. A dimensão do seu mercado interno, a riqueza em recursos naturais, sua importância geopolítica, passaram a ser potencializados por uma estratégia agressiva de internalização de novas tecnologias, através da atração do capital estrangeiro, e de promoção de exportações.

Os dois primeiros capítulos desta tese oferecem os detalhes necessários para a compreensão daqueles aspectos comuns e específicos na trajetória de crescimento dos países do PA. Procurou-se evidenciar que a idéia de “um modelo de desenvolvimento asiático” subestima diferenças que são cruciais para entender seu passado e a própria crise. Além disso, ao se privilegiar o recorte entre as visões convencionais e heterodoxa, buscou-se demarcar o terreno que posteriormente seria ocupado pelas explicações concorrentes da crise. Senão vejamos.

A tradição do *mainstream* tendeu a focar o “milagre asiático” como sendo o resultado esperado da eficiente execução de políticas econômicas corretas: a manutenção da estabilidade econômica e da abertura à economia internacional. Em síntese, pela adoção de políticas *market-friendly*. Com “preços certos” ter-se-ia minimizado as ineficiências alocativas verificadas em outras economias em desenvolvimento, cujo intervencionismo estatal e protecionismo teriam determinado estratégias inferiores de crescimento. Enfatizava-se, sobretudo, a menor “repressão” dos sistemas financeiros domésticos na Ásia, o realismo das políticas cambiais e a maior eficiência de suas burocracias.

O principal ponto de divergência neste campo de explicações estava na determinação do grau de eficiência produtiva dos NICs asiáticos. Estudos empíricos no rastro do *revival* da teoria do crescimento, a partir de meados dos anos 1980, passaram a sugerir que a idéia de uma “milagre” asiático seria exagerada. O crescimento extraordinário teria sido fruto de um intenso processo de acumulação de capital físico e humano. Por isso, segue esta abordagem, não seria de se estranhar se os NICs passassem a sofrer de retornos decrescentes e, assim, conviver com taxas de crescimento mais próximas à média mundial. Com o esgotamento da via fácil de crescimento, a real eficiência do capitalismo do tipo “asiático” deveria passar pela prova de um aumento também extraordinário na produtividade total dos fatores.

Com a crise, a leitura “positiva” do *mainstream* tendeu a se inverter e, rapidamente, uma nova estória foi construída: os sistemas financeiros eram frágeis e mal regulados; as políticas macroeconômicas, especialmente os regimes cambiais, sinalizavam, incorretamente, uma estabilidade inexistente; as burocracias eram endemicamente corruptas; as políticas de incentivo à internacionalização, fontes de corrupção, dadas as relações espúrias entre os setores público e privado; e o próprio crescimento sustentado seria “negativo” ao criar uma falsa expectativa de retornos garantidos para os investidores estrangeiros. O que era um modelo de sucesso, passível de ser emulado por outras economias em desenvolvimento – pelo menos a sua base genética de políticas *market-friendly* – passou a ser caracterizado como um “capitalismo clientelista”.

Esta tese sustenta que, embora existam elementos de verdade na estória do “capitalismo de compadres”, a execração da experiência asiática de crescimento

sustentado por mais de 3 décadas é inadequada. E, mais do que isso, desconsidera não só as especificidades dos diversos países atingidos pela crise financeira, como superestima os determinantes endógenos da crise. Antes de se avançar neste ponto, há que se resgatar os elementos heterodoxos na interpretação da experiência asiática.

Para muitos autores, a idéia de que estabilidade, abertura ao exterior e ênfase nos mercados seriam os determinantes últimos do sucesso asiático é insuficiente. A construção política de “preços errados”, ou seja, de incentivos descolados dos sinais correntes sobre a escassez relativa dos recursos, teria sido vital para a configuração de bases econômicas - especialmente na indústria - capazes de sustentar o crescimento com modernização das economias asiáticas. A ênfase dos estudos heterodoxos recai sobre as interações entre as políticas públicas, especialmente as direcionadas para a promoção seletiva de setores considerados estratégicos, e a organização institucional dos mercados – os padrões de financiamento, a governança privada e a interface Estado *versus* Mercado. Neste sentido, alguns países, notadamente Japão, Coreia e Taiwan, teriam sido extremamente eficientes em criar e gerir estímulos para o desenvolvimento de atividades produtivas que, *ex ante*, mostravam-se inviáveis do ponto de vista das suas vantagens comparativas.

Os governos nacionais utilizaram incentivos tributários para ampliar a acumulação de lucros e garantir sua retenção pelas empresas. A depreciação acelerada dos equipamentos estimulava uma renovação mais rápida dos estoques de capital. Os recursos cambiais escassos eram subsidiados e direcionados para os setores estratégicos. Empresas que cumpriam suas metas de exportação e que, desta forma, estavam expostas às exigências competitivas superiores dos mercados externos, eram apoiadas com mais estímulos fiscais, cambiais e creditícios. Empresas ineficientes eram punidas pela supressão dos benefícios.

A forte alavancagem dos grupos empresariais era um elemento fundante da aceleração dos investimentos e, assim, do ritmo de crescimento global. A estrutura patrimonial caracterizada pela alta relação capital de terceiros (dívidas) sobre capital próprio não era uma anomalia. Era o arranjo que sustentava a modernização acelerada. Seu equilíbrio dependia do crescimento, também veloz, das receitas, especialmente as de exportação, da proteção ao mercado interno, e da sustentação governamental do padrão de financiamento (interno e externo). O crédito doméstico suficiente para

sancionar tal estrutura patrimonial, o controle da conta capital e da conta corrente, e a busca de um relativo isolamento doméstico diante de choques externos, compunham o leque de ações complementares ao arranjo de políticas setoriais.

O sistema de recompensas (acesso aos incentivos) e punição (sua retirada) minimizava o *rent seeking* e o desvio de recursos para fora da lógica de investimentos voltados à expansão e modernização da base produtiva. Este ponto é de fundamental relevância, pois diferencia a experiência asiática da de outros países periféricos, cujos incentivos à indústria infante não vinham acompanhados de mecanismos efetivos de monitoramento de desempenho. O próprio BM teve de reconhecer a sua eficiência e importância.

Esta síntese representa o “modelo ideal”. Sua implementação variou no tempo e no espaço. Os autores heterodoxos reconhecem as limitações dos NICs II, Malásia, Indonésia, Tailândia e Filipinas, em reproduzir o padrão de eficiência dos NICs I. Da mesma forma, admitem que o próprio sucesso na industrialização e as mudanças na estrutura da economia internacional impuseram alterações substanciais nas políticas de promoção do desenvolvimento. O ativismo estatal foi dando lugar a intervenções mais pontuais, voltadas à reestruturação de setores em declínio ou à organização dos novos setores produtivos, pela geração horizontal de estímulos – por exemplo, investimentos na formação de mão de obra qualificada e criação de facilidades institucionais (centros de pesquisa, ações de promoção comercial, etc.) para os setores intensivos em tecnologia.

Por outro lado, o ambiente de desregulamentação e liberalização dos anos 1990 teria criado novos estímulos econômicos, inexistentes no período desenvolvimentista. O excesso de endividamento externo, o *boom* especulativo nos mercados imobiliário e de capitais, a falta de coordenação nos investimentos em vários setores gerando sobre-capacidade e rentabilidade declinante, a corrupção e o favoritismo, a predominância dos interesses financeiros na definição das políticas macroeconômicas, especialmente na área cambial, entre outros elementos, teriam sido gerados pela ruptura do modelo anterior. Isto seria mais explícito no caso coreano. Nos NICs II, seguem os autores heterodoxos, ao caráter incompleto na replicação do “modelo ideal” somaram-se as fragilidades reais, derivadas da sua posição hierarquicamente inferior na divisão regional do trabalho, e os estímulos negativos da liberalização financeira.

Inverte-se aqui a (nova) leitura negativa do *mainstream*. A idéia de “capitalismo de compadres” culpa o passado pelos problemas que levaram à crise, desconsiderando os aspectos virtuosos daquele passado e as vicissitudes do “novo modelo” criado pela liberalização. É como se um mesmo fenômeno fosse olhado por dois lados de um espelho.

Assim, fica a pergunta: qual a imagem correta? Esta tese sustenta que os autores convencionais estão corretos na identificação das falhas institucionais e fragilidades econômicas reais nas EACs. Porém, ao se focalizar a explicação da crise nas idiossincrasias herdadas do passado, passou-se a minimizar duas questões: (i) a de que as crises financeiras recentes vinham atingindo países desenvolvidos e em desenvolvimento, com distintos graus de maturidade econômica e institucional, o que sinalizaria para problemas de ordem estrutural; (ii) a de que a estória do “capitalismo de compadres” generalizava elementos que devem ser posicionados no tempo e no espaço.

Deve-se considerar que o corte “convencionais” *versos* “heterodoxos” não deve ser lido de forma absoluta. Autores tidos como *mainstream economics* há muito alertavam para a eficiência das políticas “não convencionais” praticadas no leste asiático. Os professores Joseph Stiglitz e Dani Rodrik destacam-se neste campo, enquanto notáveis exceções que confirmavam a regra geral da visão convencional sobre a experiência de desenvolvimento do PAD.

Da mesma forma, quando da crise, Stiglitz e Jeffrey Sachs lideraram o bloco dos autores “convencionais” que destacaram os seus determinantes “pelo lado da oferta”, vale dizer: o comportamento de manada e imprudente quando da entrada, e o pânico, quando da saída, dos investidores estrangeiros. Situação originada no vácuo institucional criado pela liberalização dos anos 1990. Isto explicita-se na citação do início desta conclusão, extraída da mais contundente manifestação política de Stiglitz logo após sua saída do BM.

Dados os anteriores, pode-se retornar para o binômio causas e conseqüências. Esta tese mostrou que a crise asiática originou-se de uma súbita e vigorosa saída de capitais, dado o movimento coletivo dos investidores em realizar suas posições ativas. O pânico e o comportamento de manada foi gerado pela percepção, por parte dos investidores, de que as EACs - inicialmente a Tailândia e, por contágio, os demais

países - não teriam capacidade de honrar suas posições passivas em divisas. Esta fuga coletiva acabou sancionando aquelas expectativas, gerando um processo retro-alimentado de deflação no preço dos ativos, desvalorização cambial, fragilização na posição patrimonial dos agentes locais, escassez de crédito, redução do nível de atividades e nova fuga de capitais.

Esta descrição morfológica da crise dificilmente seria rejeitada pelos analistas que se debruçaram sobre o caso asiático. A questão divergente é: o que precipitou este estado de coisas? Ou, alternativamente, de quem foi a culpa? Duas visões se consolidaram: de um lado, culpou-se os próprios países asiáticos, quer pelas características herdadas do seu modelo prévio de desenvolvimento – o “capitalismo de compadres” – quer pelo processo inadequado e mal regulado de abertura financeira; de outro, houve os que enfatizaram o comportamento especulativo e imprudente de bancos e fundos de investimento dos países credores. Estas duas hipóteses geraram uma caudalosa literatura de novos modelos de crise financeira, muitos dos quais passaram por testes empíricos. Em vários momentos desta tese, especialmente nos capítulos 3 e 4, foram destacadas as evidências geradas por aqueles modelos.

Até agora, nenhum resultado econométrico foi capaz de criar um consenso ou mesmo uma visão predominante sobre as causas últimas da crise. No passado recente, criou-se uma ampla aceitação das características mais aparentes do “milagre asiático”. Isto não eliminou as interpretações divergentes sobre a “hierarquia das suas causas”, conforme destacou-se nos dois primeiros capítulos desta tese. Aparentemente, isto tenderá a se repetir na busca de explicações definitivas sobre a crise. Os resultados econométricos não serão capazes de se sobrepor às percepções políticas.

Com respeito à pergunta anterior sobre a “culpa original”, as evidências levantadas ao longo da tese permitem a seguinte conclusão: as EACs possuíam um conjunto significativo de fragilidades microeconômicas, macroeconômicas e institucionais - parte delas inerentes ao seu padrão de crescimento, como a forte alavancagem - que foram potencializadas por problemas conjunturais específicos e pela dinâmica estruturalmente instável do processo de integração regional; porém, a raiz da crise foi o processo recente de liberalização financeira, que criou um *boom* especulativo e precipitou a reação de pânico nos credores externos e o efeito contágio.

É interessante notar que as EACs não possuíam níveis semelhantes de fragilidades. A Coréia, em que pese sua iliquidez externa, era e é, uma economia muito mais sólida. Entre os NICs II, Indonésia e Tailândia estavam muito mais frágeis do que Malásia e Filipinas. Por outro lado, outras economias da região, que foram mais cuidadosas em seus processos de liberalização, que estavam menos expostas em suas contas externas e que não experimentaram um *boom* especulativo tão intenso, evitaram um processo de crise aberta, como Taiwan, Cingapura e China. Além disso, em uma perspectiva de mais longo prazo, a existência de níveis altos de investimento, de relações dívida/capital elevadas em suas corporações, e de momentos de iliquidez externa, normalmente causados por choques exógenos – aumento na taxa de juros do países industrializados, queda nos termos de intercâmbio, etc. – não eram novidades na região.

A recuperação no biênio 1999-2000, em um cenário externo de crescimento dos principais mercados internacionais, recuperação do preços dos produtos eletrônicos e, internamente, de melhoria na competitividade cambial, sugere que na ausência do “pânico” entre os credores, a iliquidez de algumas EACs não precisaria, necessariamente, ter gerado uma crise tão profunda. Se o “modelo” era estruturalmente comprometido, a ponto de ser responsabilizado pela crise, a resposta positiva não chegaria em tão pouco tempo, e em meio a um amplo e incompleto processo de reestruturação do setor privado (bancos e indústria) e de reformas institucionais.

A novidade dos anos 1990 foi a liberalização financeira e, assim, a maior exposição das contas capital, a definição de políticas macroeconômicas que criavam sinais de estímulo a investimentos não diretamente produtivos e a ausência de mecanismos regulatórios eficientes, capazes de ordenar o padrão de financiamento, ajustando-o às necessidades da economia real. Em suma, qualquer explicação completa da crise deve passar pela consideração dos efeitos da quebra do antigo modelo desenvolvimentista na Coréia e da incapacidade de sua constituição nos NICs II.

Não se está sugerindo aqui, nem tampouco tal argumento foi sustentado ao longo do trabalho, que os países asiáticos deveriam manter e/ou renovar o modelo bem sucedido de políticas que vigoraram até meados dos anos 1980. A crescente integração econômica internacional e os compromissos institucionais dela derivados não o

permitiriam. Porém, os elementos atemporais do velho modelo, se preservados, poderiam ter evitado a crise, entre eles: o pragmatismo na gestão macroeconômica; a constituição de um padrão de financiamento estável e subordinado aos ditames da economia real; e a manutenção de uma integração internacional “estratégica” - no sentido apontado no capítulo 2.

As evidências apresentadas no capítulo 5 sugerem que as EACs estão procurando retomar e/ou constituir os aspectos virtuosos do velho modelo, agora adaptados à realidade de um mundo cada vez mais internacionalizado. Aqui a tese encontra a parte final do binômio: as conseqüências da crise.

Estas desdobram-se em três planos. No plano teórico, a crise asiática proporcionou a emergência de uma nova geração de modelos explicativos das crises financeiras. Antes da crise já havia uma tendência, na literatura convencional, de incorporação de fatos estilizados associados à dinâmica da globalização financeira.

Com a crise asiática este fenômeno foi potencializado. Os modelos que enfatizavam as inconsistências fiscais e/ou de política econômica passaram a ser insuficientes para a explicação da sucessão de rupturas financeiras dos anos 1990. As aparentes idiossincrasias dos mercados financeiros, com os comportamento miméticos, os pânicos (racionais ou não), a miopia dos agentes, as profecias auto-realizadas, as assimetrias institucionais e regulatórias, etc., tiveram de sair da margem para o centro das análises.

Estes elementos sempre foram enfatizados pela literatura heterodoxa, de raiz keynesiana-minskiana. Isto levou à sugestão de que a crise asiática propiciou um movimento de convergência explicativa entre os modelos convencionais e heterodoxos. Porém, na medida em que os aspectos metodológicos e heurísticos desta aparente convergência não foram explorados, a tese não pode sustentar a idéia de que um “consenso teórico” estaria em gestação.

Por outro lado, no plano político, as conseqüências da crise foram muito mais explícitas. Os murmúrios reformistas no pós crise mexicana de 1994, transformaram-se em um intenso debate normativo sobre a arquitetura financeira internacional. Foram ressuscitadas propostas “globalistas”, na linha de Keynes quando das discussões preparatórias de Bretton Woods, que passaram pela defesa da criação de órgãos reguladores internacionais: um banco central mundial; uma corte internacional de

falências; uma agência reguladora financeira e uma seguradora, também globais; a fixação de *target zones* para as principais divisas; etc. Tais propostas, antes quase que exclusivamente defendidas por autores heterodoxos e entidades multilaterais não alinhadas à visão “Tesouro dos EUA - Wall Street”, passaram a ser sustentadas por países do G7, economistas influentes no *mainstream* e por *players* relevantes do mercado financeiro privado. Além disso, foram propostas reformas substantivas na atuação dos órgãos multilaterais, especialmente o FMI.

Todavia, a tendência heterodoxa e reformista, nos planos teórico e político, foi sobrepujada por uma contra-reação conservadora. As reformas na arquitetura financeira internacional no pós crise asiática foram direcionadas para a definição de *standards and codes* de boa gestão fiscal, monetária e financeira, bem como de organização do setor privado e dos mercados – *corporate governance*. É conservadora, na medida em que partiu do diagnóstico de que o *locus* da instabilidade global é, fundamentalmente, a fragilidade institucional dos países em desenvolvimento – ou “mercados emergentes”.

Esta foi a principal lição que a crise asiática parece ter trazido ao *establishment* econômico e político dos países credores. Os problemas de instabilidade originados no “lado da oferta” foram colocados em um plano inferior. Além disso, o FMI, alvo de críticas por todos os espectros políticos, passou a reforçar seu sistema de monitoramento e supervisão, focalizando, cada vez mais, a implementação das *best practices* elaboradas pelos órgãos multilaterais – oficiais e privados. Alterou, também, a formatação de suas linhas de financiamento, elevando seus custos, reduzindo os prazos de pagamento e ampliando as condicionalidades associadas à implementação efetiva de reformas estruturais e o envolvimento do setor privado no equacionamento das crises.

Em um terceiro plano, a crise asiática gerou como consequência a implementação de um amplo conjunto de reformas estruturais nas EACs. Em que pese o fato de que muitas delas estiveram condicionadas ao pacote de ajuda financeira externa capitaneada pelo FMI - caso de Tailândia, Indonésia e Coreia – ou à continuidade de acordos de *standby* – Filipinas -, tais reformas procuraram corrigir deficiências institucionais reais. O fato da Malásia não ter ido ao Fundo e, ainda assim,

ter feito mudanças semelhantes às demais EACs sugere que este raciocínio é válido. Qual o sentido das reformas e do processo de ajuste pós crise?

Qualquer resposta a esta pergunta fundamental é, necessariamente, especulativa. Isto porque, as reformas estruturais estão em pleno curso. E, mais do que alterar-se os arcabouços legais de organização das instituições públicas, privadas e de interface Estado *versus* Mercado, haveria de se verificar sua efetiva internalização no comportamento dos agentes. As novas regras serão efetivamente implantadas ou não? Os mecanismos de punição aos infratores serão efetivamente utilizados? São questões para qual o tempo é a única resposta possível neste momento.

O que pode ser sustentado por esta tese é que: (i) os Estados nacionais nas EACs tiveram um papel ativo na reestruturação pós crise, tanto na definição do seu *timing* quanto na busca de alternativas ao determinismo de imposições externas, o que se manifestou, principalmente, na busca; (ii) da reconstituição de um padrão de financiamento mais estável; (iii) da preservação das bases econômicas locais construídas no período desenvolvimentista, especialmente no caso coreano. A “liquidação” dos ativos domésticos ainda não se realizou, nos termos previstos por vários analistas.

A recuperação das contas externas, especialmente das reservas internacionais, foi o resultado da melhoria dos termos de intercâmbio em um contexto de crescimento da demanda internacional. Mas, também, sinaliza a percepção de que o grau de fragilidade externa do período pré crise não é mais bem vindo.

A costura de um embrião de fundo de estabilização cambial, através do acordo de *swap* da Iniciativa de *Chiang Mai*, revela que os países asiáticos não estão dispostos a condicionar sua estabilidade e o futuro de suas economias às decisões tomadas em Washington. Este acordo transcendeu as EACs, envolvendo China e Japão, potências historicamente rivais na região, e economias menores do ASEAN. Se em nível nacional, a crise explicitou a perda de graus de liberdade na condução das políticas econômicas, a construção de novos arranjos regionais indica a tentativa de resgate da autonomia, em um espaço geopolítico ampliado.

A liberalização financeira, especialmente na Coreia, foi determinada por pressões externas, mas também pela adesão interna de segmentos econômicos importantes nas EACs. A possibilidade de acesso a fontes externas de financiamento,

mais largas e baratas que as internas, bem como os ganhos derivados do *boom* especulativo, criaram otimismo e solidariedade em torno da nova via liberal. Por seu turno, a crise induziu: (i) reformas estruturais, que visam fortalecer as suas bases institucionais; (ii) e ações de cooperação regional na área financeira que, se bem sucedidas, criarão um novo espaço de autonomia relativa na definição local das estratégias de desenvolvimento. Não deixa de ser um retorno aos aspectos positivos e atemporais do velho modelo desenvolvimentista: a estruturação, dados os marcos externos historicamente determinados, de condições endógenas de gestão econômica capazes de garantir uma trajetória estável e sustentável de desenvolvimento.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ADB (1997). **Emerging Asia**. Manila: Asia Development Bank.
- ADB (2000). **East Asia Quarterly Brief**, january. Manila: Asia Development Bank, Asia Recovery Information Center.
- ADB (2000b). **Asia Recovery Report**. Manila: Asia Development Bank, Asia Recovery Information Center.
- ADB (2000c). **Key Indicators of Developing Asian and Pacific Countries, 2000**, vol. XXXII. Manila: Asia Development Bank.
- ADB (2001). **Asia Recovery Report 2001**, march. Manila: Asia Development Bank.
- ADB (2001b). **Asia Development Outlook 2001**. Manila: Asia Development Bank.
- ADB (2001c). **Asia Recovery Report 2001**, june. Manila: Asia Development Bank.
- AGLIETTA, M. (1995) **Macroéconomie Financière**, Paris: Édition La Découverte, 1^a edição.
- AKYÜZ, Y. (1998). **The East Asian Financial Crisis: Back to the Future?** Geneva: United Nations Conference on Trade and Development - United Nations.
- AKYÜZ, Yilmaz, GORE, Charles (1996). The Investment-Profits Nexus in East Asian Industrialization. **World Development**, v. 24, n.3, p.461-470.
- AKYÜZ, Yilmaz, CORNFORD, Andrew (1999). Capital Flows to Developing Countries and the Reform of the International Financial System. **UNCTAD Discussion Paper**, n. 143. Geneva: United Nations Conference on Trade and Development - United Nations.
- ALMEIDA, Júlio Sérgio Gomes de & FREITAS, Maria Cristina Penido de (1998). **A Regulamentação do Sistema Financeiro**. Texto para Discussão nº 63. Campinas: Instituto de Economia, Unicamp.
- AMSDEN, Alice H. (1989). **Asia's Next Giant: South Korea and Late Industrialization**. New York: Oxford University Press.
- AMSDEN, Alice H. (1991). Diffusion of Development: The Late Industrialization Model and Greater Asia. **American Economic Review, Papers and Proceedings**, v. 81, n.2, p. 282-286.

- AMSDEN, Alice H. (1994). Why Isn't the Whole World Experimenting with the East Asian Model to Develop? Review of *The East Asian Miracle*. **World Development**, v.22, n.4, p. 627-633.
- ARIC (2000). **Regional Monetary Cooperation in East Asia: a Survey**. Manila: Asia Recovery Information Center.
- ARRIGHI, G. (1997). **A Ilusão do Desenvolvimento**. Petrópolis: Editora Vozes.
- ARROW, J.K. (1969). Classificatory Notes on Production and Transmission of Technological Knowledge. **The American Economic Review**, v. LIX, n.2, may, p. 29-35; e
- AZIZ, Jahangir, CARAMAZZA, Francesco, SALGADO, Ranil (2000). Currency Crises: In Search of Common Elements. **IMF Working Paper**, WP/00/67. Washington, DC: International Monetary Fund.
- BAIG, Taimur, GOLDFAJN, Ilan (1998). Financial Market Contagion in the Asia Crises. **IMF Working Paper**, WP/98/155. Washington, DC: International Monetary Fund.
- BALASSA, Bela (1970). Growth Strategies in Semi-Industrial Countries. **Quarterly Journal of Economics**, 84, p.24-47.
- BALASSA, Bela (1989). Outward Orientation. In CHENERY, Hollis, SRINIVASSAN, T. N. (1989). **Handbook of Development Economics**, vol II. Elsevier Science Publishers.
- BANCO MUNDIAL (1991). Relatório Sobre o Desenvolvimento Mundial 1991: **O Desafio do Desenvolvimento**. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas.
- Basle Committee on Banking Supervision (1988). **International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards**. Basle: Bank for International Settlements, July, updated to April 1997.
- Basle Committee on Banking Supervision (1997). **Core Principles for Effective Banking Supervision**. Basle: Bank for International Settlements, april.
- Basle Committee on Banking Supervision (1999). **A New Capital Adequacy Framework**. Basle: Bank for International Settlements, june.
- Basle Committee on Banking Supervision (2000). **A New Capital Adequacy Framework: Pillar 3 Market Discipline**. Basle: Bank for International Settlements, January.

- BELLUZO, Luiz G. de Mello & COUTINHO, Luciano (1996). Desenvolvimento e Estabilização Sob Finanças Globalizadas. **Economia e Sociedade**, nº 7. Campinas: Instituto de Economia/Unicamp.
- BELLUZZO, Luiz G. de Mello (1998). Notas Sobre a Crise da Ásia. **Praga, estudos marxistas** nº 5. São Paulo: Editora Hucitec
- BERG, Andrew (1999). The Asian Crisis: Causes, Policy Responses, and Outcomes. **IMF Working Paper**, n. 138, october. Washington DC: International Monetary Fund.
- BHAGWATI, Jagdish (1969, ed.). **International Trade**. Harmondsworth: Penguin Education.
- BIELSCHOWSKY, Ricardo (1999). Vinte Anos de IERJ, Cinquenta Anos de Cepal. In MAGALHÃES, João Paulo de Almeida, MINEIRO, Adhemar dos Santos, ELIAS, Luiz Antônio (1999). **Vinte Anos de Política Econômica**. Rio de Janeiro: Contraponto.
- BIRDSALL, Nancy, JASPERSEN, Frederick (1997). **Pathways to Growth: Comparing East Asian and Latin America**. Washington, DC: Inter-American Development Bank.
- BIS (1998). **68th Annual Report**. Basileia: Bank For International Settlements.
- BIS (1999). **69th Annual Report**. Basle: Bank for International Settlements.
- BIS (2000). **70th Annual Report**. Basle: Bank for International Settlements.
- BISIGNANO, Joseph (1999). Precarious Credit Equilibria: Reflections on The Asian Financial Crisis. **BIS Working Papers**, n. 64, march. Basle: Bank for International Settlements.
- BLANDEN, Michel (1999). More Transparency, Please. **The Banker**, may, pp. 22-25.
- BOISSIEU, C. (1994). Le destin de la bulle financière. **Futuribles**, nov., Paris.
- BOORMAN, Jack, LANE, Timothy, SCHULZE-GHATTAS, Marianne, BULÍR, Alés, GHOSH, Atish R., HAMANN, Javier, MOURMOURAS, Alexandrous, PHILIPS, Steven (2000). Managing Financial Crises: The Experience of East Asia. **IMF Working Paper**, WP/00/147. Washington: International Monetary Fund.
- BORDO, Michael, EICHENGREEN, Barry, KIM, Jongwoo (1998). Was There Really na Earlier Period of International Financial Integration Comparable to Today?. **NBER Working Paper** 6738. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research.

- BORDO, Michael, EICHENGREEN, Barry, IRWIN, Douglas (1999). Is Globalization Today Really Different Than Globalization a Hundred Years Ago?. **NBER Working Paper** 7195. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research.
- BOSWORTH, Barry P., COLLINS, Susan M., CHEN, Yu-Chin (1995). Accounting for Differences in Economic Growth. **Brookings Discussion Papers in International Economics**, n. 115. Washington: Brookings Institution.
- BOSWORTH, Barry P., COLLINS, Susan M. (1996). Economic Growth In East Asia: Accumulation Versus Assimilation. **Brookings Papers on Economic Activity**, n. 2, p. 135-203. Washington: Brookings Institution.
- BOSWORTH, Barry P., COLLINS, Susan M. (2000). From Boom to Crisis and Back Again: What Have We Learned? **ADB Institute Working Paper**, n.7. Tokyo. Asian Development Bank Institute.
- BURNSIDE, Craig, EICHENBAUM, Martin, REBELO, Sergio (2000). On the Fundamentals of Self-Fulfilling Speculative Attacks. **NBER Working Paper** 7554. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- CALVO, Guillermo. A. & MENDONZA, Enrique G. (1997). Rational Herding Behavior and the Globalization of Securities Markets. **Discussion Paper** n. 120, Institute of Empirical Macroeconomics, Federal Bank of Minneapolis.
- CALVO, Guillermo A. (1998). **Balance of Payments Crises in Emerging Markets**. NBER Conference on Currency Crises, Cambridge, Mass., february 6 and 7. (mimeo)
- CAMDESSUS, Michael. (1998). **The IMF and Its Programs in Asia**, Council on Foreign Relations, New York, february, 6.
- CANUTO, O. (1994). **Brasil e Coréia do Sul: Os (Des)Caminhos da Industrialização Tardia**. São Paulo: Nobel.
- CANUTO, O. (1998). **A Crise Asiática. Economia Em Perspectiva**, n.148, janeiro-fevereiro. São Paulo: Conselho Regional de Economia.
- CANUTO, Otaviano, LAPLANE, Mariano (1995). **Especulação e Instabilidade na Globalização. Economia e Sociedade**, nº 5. Campinas: Instituto de Economia/Unicamp.
- CANUTO, Otaviano, LIMA, Gilberto (1999). **Bancos Centrais e Integração Financeira no Mercosul: O Marco Geral**. Relatório de Pesquisa CEPAL-IPEA, fevereiro.

- CEPAL (1996). **Quince Años de Desempeño Económico**. Santiago do Chile: Naciones Unidas. Comisión Económica Para América Latina y Caribe.
- CEPAL (1999). **Panorama Internacional de la Inserción Internacional de América Latina y El Caribe, Edición 1998**. Santiago do Chile: CEPAL.
- CHANG, Ha-Joon.(1994). **The Political Economy of Industrial Policy**. London: The Macmilland Press.
- CHANG, Ha-Joon. (1997). **Perspective on Korea**. Los Angeles Times (31/12/97).
- CHANG, Ha-Joon., PARK, Hong Jae, YOO, Chul. Gyue. (1998). Interpreting the Korean Crisis: Financial Liberalisation, Industrial Policy, and Corporate Governance. **Cambridge Journal of Economics**, v. 22, n.6. (*draft version*)
- CHANG, Roberto, VELASCO, Andrés (1998). Financial Crises in Emerging Markets: a Canonical Model. **NBER Working Papers** n. 6606. Cambridge, MA: National Bureau os Economic Research.
- CHANG, Roberto, VELASCO, Andrés (1998b). The Asian Liquidity Crisis. **NBER Working Papers** n. 6796. Cambridge, MA: National Bureau os Economic Research.
- CHESNAIS, François (1996). **A Mundialização do Capital**. São Paulo: Xamã.
- CHICK, Victoria (1988). **The Evolution of Monetary System and the Theory of Monetary Policy**. London: University College London. (mimeo)
- CHOWDHURY, Anis, ISLAM, Iyanatul (1993). **The Newly Industrialising Economies of East Asia**. London: Routledge.
- CINTRA, Marco Antônio Macedo, FREITAS, Maria C. P. (1998, orgs.). **Transformações Institucionais dos Sistemas Financeiros: Um Estudo Comparado**. São Paulo: FUNDAP/FAPESP.
- CINTRA, Marcos Antônio Macedo (1997). **As Transformações na Estrutura do Sistema Financeiro dos Estados Unidos: a Montagem de um Novo Regime Monetário-Financeiro (1980-1995)**. Tese de Doutorado, Instituto de Economia, Unicamp, novembro de 1997.
- CLAESSENS, Stijn, DJANKOV, Simeon, LANG, Larry (1998). **Eas Asian Corporates: Growth, Financing and Risks over the Last Decade**. Washington, DC: World Bank. (mimeo)

- CLAESSENS, Stijn, DJANKOV, Simeon, KLINGEBIEL, Daniela (1999). Financial Restructuring in East Asia: Halfway There? **Financial Sector Discussion Paper**, n.3, september. Washington, DC: World Bank.
- COOLINS, Susan M., BOSWORTH, Barry P. (1996). Economic Growth in East Asia: Accumulation versus Assimilations. **Brookings Papers on Economic Activities**, n.2. Washington: Brookings Institution.
- CORSETTI, Giancarlo, PESSETI, Paolo, ROUBINI, Nouriel (1998). **Paper Tigers? A Preliminary Assessment of the Asian Crisis**. NBER-Bank of Portugal Seminar on Macroeconomics (ISOM), Lisboa, 14 e 15 de junho (mimeo).
- CORSETTI, Giancarlo, PESSETI, Paolo, ROUBINI, Nouriel (2000). **Fundamental Determinants of the Asian Crisis**. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- COUNCIL OF FOREIGN RELATIONS TASK FORCE (1999). **Safeguarding Prosperity in a Global Financial System: The Future International Financial Architecture**. Washington, DC: Institute for International Economics.
- CUNHA, André Moreira (1997). O Milagre Asiático: Avanços e Recuos na Explicação Ortodoxa. **Ensaio FEE**, v.18, n.2, p. 290-325. Porto Alegre: FEE.
- CUNHA, André Moreira (1998). **O Pacífico Asiático: Da Integração Econômica dos Anos 80 e 90 à Crise Financeira**. Anais do III Encontro Nacional de Economia Política. Niterói, RJ: UFF.
- CUNHA, André Moreira (1999). A Crise Asiática: Para Além das Explicações Convencionais. **Ensaio FEE**, v.20, n.2, p.159-187. Porto Alegre: Fundação de Economia e Estatística.
- CUNHA, André Moreira (2000). De Volta Para o Futuro: Crise e Recuperação Econômica no Pacífico Asiático. **Ensaio FEE**, v.21, n.2, p.207-239. Porto Alegre: Fundação de Economia e Estatística.
- CUNHA, André Moreira, PRATES, Daniela Magalhães (1999). **A Instabilidade Financeira nos Anos 90: Implicações Para as Economias Capitalistas Periféricas**. Anais do IV Encontro Nacional de Economia Política – Porto Alegre, junho.
- CUNHA, André Moreira, PRATES, Daniela (1999 b). **Instabilidade Financeira nos Anos 90: a Reação Conservadora**. Anais da II Jornada de Economia Política do

- Capitalismo Contemporâneo – XXVII Encontro Nacional de Economia ANPEC. Belém (PA), 7 a 10 de dezembro.
- DAS, Dilip. K. (1998). Changing Comparative Advantage and Changing Composition of Asian Exports. **The World Economy**. Oxford: Blackwell Publisher.
- DAUVERGNE, Peter (1998, ed.). **Weak and Strong States In Asia-Pacific Societies**. St. Leonards, Australia: Allen & Unwin Australia Pty Ltd.
- DAVIDSON, Paul (1994). **Post Keynesian Macroeconomic Theory: Foundation For Successful Economic Policies for the Twenty-First Century**. Brookfield: Edward Elgar.
- DAVIS, Lance, GALLMAN, Robert (1999). **Tides, Waves and Sandcastles: the Impact os Foreign Capital Flows on Evolving Financial Markets in the New World, Britain and Argentina, Australia, Canada and the United States, 1870-1914**. California Institute of Technology and University of North Carolina at Chapel Hill.
- DEMIRGÜÇ-KUNT, Asli, DETRAGIACHE, Enrica (1998). Financial Liberalization and Financial Fragility. **IMF Working Paper, 98/83**, june. Washington, DC: International Monetary Fund.
- DEMIRGÜÇ-KUNT, Asli, DETRAGIACHE, Enrica (1998b). **Monitoring Banking Sector Fragility: A Multivariate Logit Approach with na Application to the 1996-1997 Banking Crises**. Washington, DC: IMF/World Bank (mimeo)
- DEMIRGÜÇ-KUNT, Asli, LEVINE, Ross (1999). **Bank-Based Financial Systems: Cross Country Comparisons**. Washington, DC: World Bank. (mimeo)
- DIAMOND, D., DYBVIG, P. (1983). Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity. **Journal of Political Economy**, n. 91, p. 401-409.
- DOOLEY, Michael (1997). A Model of Crises in Emerging Markets”. **NBER Working Paper 6300**, december. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- DOSI, G., NELSON, R. R. (1994). An Introduction to Evolucionary Theories in Economics. **Journal of Evolutionary Economics**, v.4, n.3, september, p. 243-268.

- DOSI, G., FREEMAN, C., FABIANI, S. (1994). The Process of Economic Development: Introducing Some Stylized Facts and Theories on Technologies, Firms and Institutions. **Industrial and Corporate Change**, v. 3, n. 1, november, p. 1-45
- DWOR-FRÉCAULT, Dominique, COLAÇO, Francis, HALLWARD-DRIEMEIR (2000, edit.). **Asian Corporate Recovery: Findings From Firm-Level Surveys In Five Countries**. Washington, DC: World Bank.
- DYMSKI, Gary (1998). “**Bubble Economy**” and Financial Crisis in East Asia and California: A Spatialized Minsky Perspective. Riverside: Department of Economy – University of California (mimeo).
- EATWELL, John, TAYLOR, Lance (1998). International Capital Markets and the Future of Economic Policy. **CEPA Working Paper Series III**, n.9.
- EICHENGREEN, Barry (1996). **Globalizing Capital: A History of The International Monetary System**. Princeton: Princeton University Press.
- EICHENGREEN, Barry (1999). **Toward a New International Financial Architecture: A Practical Post-Asia Agenda**. Institute for International Economics.
- EICHENGREEN, Barry (1999b). **Strengthening the International Financial Architecture: Where Do We Stand?** (<http://emlab.berkeley.edu/users/eichengr/POLICY.HTM>).
- EICHENGREEN, Barry (2001) **Strengthening the International Financial Architecture: Open Issues, Asian Concerns**. (<http://emlab.berkeley.edu/users/eichengr/POLICY.HTM>).
- FELDSTEIN, Martin (1999). Self Protection For Emerging Markets Economies. **NBER Working Papers** n. 6907. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- FERREIRA, Carlos Kawall & FREITAS, Maria Cristina (1995). **Os Bancos de Desenvolvimento Frente ao Mercado de Capitais e aos Novos Intermediários Financeiros**. Trabalho Vencedor do XVI Concurso Latinoamericano sobre Bancos de Fomento 1994/95 realizado pela ALIDE – Asociación Latinoamericana de Instituciones Financieras de Desarrollo.
- FIORI, José Luís (1999, org.). **Estados e Moedas no Desenvolvimento das Nações**. Petrópolis, RJ: Editora Vozes.
- FISCHER, Stanley (1998). **The Asian Crises: A View From IMF**. Midwinter Conference of the Banker’s Association for Foreign Trade, Washington, DC, January 22.

- FISCHER, Stanley (1999). **On the Need of International Lender of Last Resort**. Washington: International Monetary Fund.
- FISCHER, Stanley (2001). **Asia and the IMF**. Washington: International Monetary Fund.
- FRANKEL, Jeffrey, ROSE, Andrew (1996). Currency Crashes in Emerging Markets: an Empirical Treatment. **Journal of International Economics**, v.41 (3-4), p. 511-534.
- FRANKEL, Jeffrey, ROUBINI, Nouriel (2000). **The Role of Industrial Country Policies in Emerging Market Crises**. NBER Conference on Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies.
- FREITAS, Maria C. P (1997a) **Concurrence Bancaire, Spéculation et Instabilité Financière: une lecture hétérodoxe de l'évolution récente du système financier international**. Villetaneuse: Université de Paris XIII/U.F.R. de Sciences Economiques et Gestion (Thèse de Doctorat en Sciences Economiques).
- FREITAS, Maria C. P. (1997b). A Natureza Particular da Concorrência Bancária e Seus Efeitos Sobre a Estabilidade Financeira. **Economia e Sociedade** nº 8, Instituto de Economia da Unicamp, Campinas.
- FREITAS, Maria C. P. de & PRATES, Daniela M. (2001). As Novas Regras de Supervisão Bancária do Comitê da Basileia e seus Efeitos sobre os Países Periféricos. **Revista Análise Econômica**, no prelo.
- FSC (2000). **Financial Reform and Supervision in Korea, 2000**. Seul: Financial Supervisory Commission.
- FURMAN, J., STIGLITZ, J.E. (1998). Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia. **Brookings Papers on Economic Activity**, n.2,, p. 1-135. Washington: Brookings Institution.
- GARTEN, Jeffrey (1998). **In This Economic Chaos, a Global Central Bank Can Help**. International Herald Tribune, september, 25th, p.8.
- GERSCHENKRON, Alexander (1962). **Economic Backwardness in Historical Perspective**. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- GOCHOCO-BAUTISTA, Ma. Socorro, OH, Soo-Nam, RHEE, Ghon (1999). **In the Eye of the Asia Financial Maelstrom: Banking Sector Reforms in the Asia-Pacific Region**. Manila: Asian Development Bank.

- GOLDSTEIN, Morris (1998). The Asian Financial Crise: Causes, Cures and Systemic Implications. **Policy Analyses in International Economics**, n.55. Washington, DC: Institute for International Economics.
- GOLDSTEIN, Morris (2000). **An Evaluation on Proposals to Reform on International Financial Architecture**. NBER Conference on Management of Currence Crises.
- GOLDSTEIN, Morris (2000b). **IMF Structural Programs**. NBER Conference on Economic and Financial Crises in Emerging Markets.
- GREENSPAN, A. (1997). **Remarks by Chairman Alan Greenspan at the Economic Club of New York**, NY (december, 2). (mimeo)
- GRIFFITH-JONES, S. (1995). Globalización de los Mercados Financeiros y el Impacto de los Flujos hacia los Países en Desarrollo: Nuevos Desafíos para la Regulación. **Pensamiento Iberoamericano** nº 27, Madrid.
- GRIFFITH-JONES, S.(1996). La Crisis del Peso Mexicano. **Revista de la Cepal**, nº 60, Santiago.
- GRIFFITH-JONES, S. & SPRATT, S (2001). **Will the Proposed New Basel Capital Accord Have a Net Negative Effect on Developing Countries?** Institute of Development Studies (IDS), University of Sussex (mimeo).
- GROUP OF SEVEN FINANCE MINISTERS (2000). **Strengthening the International Financial Architecture**. Report to the Heads of State and Government, Fukuoka, july, 8th.
- HELLEINER, Eric (1994). **States and the Reemergence of Global Finance: from Bretton Woods to the 1990s**. Ithaca and London: Cornell University Press.
- HILL, Hal (1997). Miths About Tigers: Indonesian Development Policy Debates. **The Pacific Review**, v.10, n.2, p. 256-273.
- HIRSCHMAN, Albert O. (1958). **The Strategy of Economic Development**. New Haven: Yale University Press.
- HIRSCHMAN, Albert O. (1981). **Essays in Trespassing: Economics to Politics and Beyond**. Cambridge: Cambridge University Press.
- HOBBSBAWM, Eric (1994). **A Era dos Extremos: O Breve Século XX – 1914-1989**. São Paulo: Companhia das Letras.

- ICHIMURA, Shinichi (1998). **Political Economy of Japanese and Asian Development**. Tokyo: Springer-Verlag.
- IMF (1994). **World Economic Outlook**, october. Washington: International Monetary Fund.
- IMF (1995). **World Economic Outlook**, october. Washington: International Monetary Fund.
- IMF (1996). **Thailand: The Road to Sustained Growth**. Occasional Paper, n. 146. Washington: International Monetary Fund.
- IMF (1996b). **World Economic Outlook**, october. Washington: International Monetary Fund.
- IMF (1997). **World Economic Outlook**, october. Washington: International Monetary Fund.
- IMF (1998a). **World Economic Outlook**, may. Washington: International Monetary Fund.
- IMF (1998b). **International Capital Markets: Developments, Prospects and Key Issues**. Washington DC: International Monetary Fund.
- IMF (1998c). **World Economic Outlook**, october. Washington: International Monetary Fund.
- IMF (1998d). **World Economic Outlook and International Capital Markets: Interim Assessment**, december. Washington: International Monetary Fund.
- IMF (1998e). **Annual Report, 1998**. Washington DC: International Monetary Fund.
- IMF (1999). **World Economic Outlook**, may. Washington DC: International Monetary Fund.
- IMF (1999b). **Annual Report, 1999**. Washington DC: International Monetary Fund.
- IMF (1999c). **World Economic Outlook**, october. Washington DC: International Monetary Fund.
- IMF (1999d). **International Capital Markets: Developments, Prospects and Key Issues**. Washington DC: International Monetary Fund.
- IMF (2000). **World Economic Outlook**, may. Washington DC: International Monetary Fund.
- IMF (2000b). **World Economic Outlook**, october. Washington DC: International Monetary Fund.

- IMF (2000c). **International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Economic Issues**. Washington DC: International Monetary Fund, september.
- IMF (2000d). **Annual Report, 2000**. Washington DC: International Monetary Fund .
- IMF (2000e). **Macprudential Indicators of Financial System Soundness**. Washington DC: International Monetary Fund .
- IMF (2000f). **International Financial Architecture: Na Updade oN Bank Activities**. Development Committee, DC/2000-20. Washington DC: International Monetary Fund.
- IMF (2000g). **Recovery from the Asian Crisis and the Role of the IMF**. Washington DC: International Monetary Fund.
- IMF (2001). **Emergin Markets Financing**: Quarterly Report on Developments and Prospects, v. II, n. I. Washington DC: International Monetary Fund.
- IMF (2001b). **Conditionality in Fund-Supported Programs: Overview**, february. Washington DC: International Monetary Fund.
- ISLAM, A (1998). **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- Martket Economies?** New York, 21-23 july. United Nations.
- JOHNSON, Chalmers (1987). Political Institutions and Economic Performace: The Government-Business Relationship in Japan, South Korea, and Taiwan. In DEYO, F.C. (1987, ed.) **The Political Economy of the New Asian Industrialism**. Ithaca: Cornell University Press.
- JOMO, K.S. (1996) **Lessons from Growth and Structural Change in the Second-tier South East Asian Newly Industrialized Countries**. Project "East Asian Development: Lessons For a New Global Environment". Geneve: United Nations (UNCTAD).
- JOMO, K.S. (1998). Malaysian Débâcle: Whose Fault? Cambridge Journal of Economics, v.22, p. 707-722.
- JOMO, K.S. (2001). Growth After the Asian Crisis: What Remains of the East Asian Model? **G-24 Discussion Paper**, n.10 (march).
- JOMO, K.S., ROCK, Michael (1998). Economic Diversification and Primary Commodity Processing in the Second-Tier South East Asian Newly Industrialized Countries. **UCTAD Discussion Papers**, n. 136, june. Geneve: United Nations.

- KAMINSKY, G., LIZONDO, S., REINHART, C. (1998). **Leading Indicators of Currency Crisis**. Washington DC: IMF (mimeo)
- KAMINSKY, G. & REINHART (1995). The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems. **IMF Discussion Papers**, n. 544, march. Washington DC: International Monetary Fund
- KAMINSKY, G., REINHART, C. (1998). **The Twin Crises: The Causes of Banking and Balabce-of-Payment Problems**. (mimeo)
- KAMINSKY, G., REINHART, C. (1998b). Financial Crises in Asia and Latin America: Then and Now. **American Economic Review: Papers and Proceedings**, vol. 88, may, p. 444-448.
- KAMINSKY, G., SCHMUKLER, S. L. (1999). **What Triggers Market Jitters?** Washington, DC: World Bank. (mimeo)
- KEYNES, J. M.(1936), **Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**, São Paulo: Nova Cultural, 1985, 2^a edição.
- KINDELBERGER, Charles P. (1978). **Manias, Panics and Crashes**. New York: Basic Books.
- KREGEL, J. A (1998a). **Yes, “It” Did Happen Again – A Minsky Crisis Happened in Asia**. Presented at the Eighth Annual Hyman P. Minsky Conference on Financial Structurem april 23-24. Working Paper n. 234, The Jeromy Levy Economic Institute (<http://www.levy.org>)
- KREGEL, J. A. (1998b). **East Asia is not Mexico: the difference between balance of payments crises and debt deflations**. Geneve: UNCTAD, mimeo.
- KREGEL, J. A. (1998c). **Derivatives and Global Capital Flows: Applications to Asia**. Working Paper n. 246, The Jeromy Levy Economic Institute (<http://www.levy.org>).
- KRUEGER, Anne O. (1974). The Political Economy of the Rent-Seeking Society. **The American Economic Review**, v. 64, n.3, june, p. 291-303.
- KRUEGER, Anne O. (2000). **IMF Stabilization Progams**. Cambridge, MA: National Bureau os Economic Research. (mimeo)
- KRUGMAN, Paul (1979). A Model of Balance of Payments Crises. **Journal of Money, Credit and Banking**, v.11, n.3, august, p.311-325.

- KRUGMAN, Paul (1991). Financial Crisis in the International Economy. In FELDSTEIN, Martin (1991). **The Risk of Economic Crisis**. Chicago: The University of Chicago Press.
- KRUGMAN, Paul. (1994). The Myth of Asian's Miracle. **Foreign Affairs**, v.73, november-december, p. 62-78.
- KRUGMAN, Paul. (1997). **Currency Crises**. (mimeo)
- 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: Editora Campus.
- KWON, Jene (1994). The East Asia Challenge to Neoclassical Orthodoxy. **World Development**, v.22, n.4, p. 635-644.
- LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, SHLEIFER, Andrei, VISHNY, Robert (1999). Investor Protection: Origins, Consequences, Reform. **NBER Working Papers** n. 7428. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- LALL, Sanjaya. (1995). **Governments and Industrialization: The Role of Interventions in the 1990's**. ECLAC-IDRC/UNU-INTECH Conference - Productivity, Technical Change, and National Innovation Systems in Latin America. Marbella, Chile, august. (mimeo)
- LANDES, David (1969). **Unbound Prometheus**: Technological Change and Industrial Development in Western Europe from 1750 to Present. Cambridge: University Press.
- LEE, C. H. (1992). The Government Financial System, and Large Private Enterprises in the Economic Development of South Korea. **World Development**, v. 20, n.2, p.187-197.
- LIM, Linda Y.C. (1998). Whose Model Failed: Implications of The Asian Economic Crises. **Cooperation South**, number 2.
- LINDGREN, Carl-Johan, BALIÑO, Tomás. J. T., ENOCH, Charles, GULDE, Anne-Marie, QUINTYN, Mark, TEO, Leslie (1999). **Financial Sector Crises and Restructuring: Lesson From Asia**. Washington DC: International Monetary Fund.

- LIPSEY, Robert E. (1999). Affiliates of U.S. and Japanese Multinationals in East Asian Production and Trade. **NBER Working Paper**, n. 7292. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- LITTLE, Ian, SCITOVSKY, Tibor, SCOTT, Maurice (1970). **Industry and Trade in Some Developing Countries: A Comparative Study**. London: Oxford University Press.
- LIU, L., NOLAND, M., ROBINSON, S., WANG, Z. (1998). **Asian Competitive Devaluations**. Working Paper 98-2, Institute For International Economics (mimeo).
- MADDISON, Angus (1995). **Monitoring The World Economy, 1820-1922**. Development Centre Of The Organisation For Economic Co-Operation and Development. Paris: OCDE.
- MEDEIROS, C. A. (1997). Globalização e a Inserção Internacional Diferenciada da Ásia e América Latina. In TAVARES, M. C, FIORI, J. L. (1997), **Poder e Dinheiro: Uma Economia Política da Globalização**. Petrópolis: Editora Vozes.
- MEIER, Gerald M. (1984). The Formative Period. In MEIER, Gerald M, SEERS, Dudley (1984, edit.). **Pioneers in Development**. Oxford: Oxford University Press.
- MELTZER, Allan H. (2000 - Chairman). **Report of the International Financial Institution Advisory Commission**. Washington, DC: International Financial Institution Advisory Commission.
- MINSKY, Hyman P. (1975). **Jonh Maynard Keynes**. New York: Columbia University Press.
- MINSKY, Hyman P. (1982). **Can "It" Happen Again?** New York: Sharpe.
- MINSKY, Hyman P. (1986). **Stabilizing and Unstable Economy**. New Haven: Yale University Press.
- MINSKY, Hyman P. (1991). The Financial Instability Hypothesis: a Clarification. . In FELDSTEIN, Martin (1991). **The Risk of Economic Crisis**. Chicago: The University of Chicago Press.
- MIRANDA, José C.(1998). A Dinâmica Financeira da Crise Asiática. **Revista Política Externa**, vol. 6, nº 4. Rio de Janeiro: Paz e Terra, pp. 130-150
- MISHKIN, Frederic S. (1992). Anatomy of a Financial Crisis. **Journal of Evolutionary Economics**, n.2, p.115-130.

- MISHKIN, Frederic S. (1996). Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective. **NBER Working Paper**, 5600. Cambridge, Massachusetts: no National Bureau of Economic Research.
- MISHKIN, Frederic S. (1998). International Capital Movements, Financial Volatility and Financial Instability. **NBER Working Paper**, 6390. Cambridge, Massachusetts: no National Bureau of Economic Research.
- MISHKIN, Frederic S. (2001). Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries. **NBER Working Paper**, 8087. Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research.
- MODY, Ashoka, NEGISHI, Shoko (2001). Cross-Boarder Mergers and Acquisitions in East Asia: Trends and Implications. **Finance & Development**, v.38, n.1, march. Washington DC: International Monetary Fund.
- MOREIRA, Maurício Mesquita (1993). **Government Intervention and Industrialization: the Case of the Republic of Korea**. Texto para Discussão, n. 295. Rio de Janeiro: UFRJ/IEI.
- MUSSA, Michael, MASSON, Paul, SWBODA, Alexander, JADRESIC, Esteban, MAURO, Paolo, BERG, Andy (2000). **Exchange Rate Regimes in a Increasingly Integretade World Economy**. Washington: International Monetary Fund.
- NG, Francis, YEATS, Alexander (1999). **Production Sharing in East Asia: Who Does What for Whow and Why?** Working Paper, n. 2197. Washington, DC: World Bank.
- NOLAND, M. (1996). Restructuring Korea's Financial Sector for Greater Competitiveness. **APEC Working Paper**, 96-14. Institute For International Economics (mimeo)
- NORDHAUS, W. (1969) Theory of Innovation: an Economic Theory of Technological Change. **The American Economic Review**, v. LIX, n.2, may, p.18 - 28.
- NURKSE, Ragnar (1953). **Problems of Capital Formation in Underdevelopment Countries**. Oxford: Blackwell.
- OBSTFELD, Maurice (1986). Models of Currency Crises With Self-Fulfilling Features. **European Economic Review**, v.76, p. 72-81, march.
- OBSTFELD, Maurice (1994). The Logic of Currency Crises. **Chaiers Economiques et Monétaires**, n. 34.

- OBSTFELD, Maurice (1996). Models Of Currency Crises With Self-Fulfilling Features. **European Economic Review**, n.40, p. 1037-1047.
- OECD (1996). **OECD Economic Surveys, 1995-1996** - Korea. Organisation For Economic Co-Operation and Development.
- PACK, Howard. Industrialization and Trade (1988). In CHENERY, Hollis, SRINIVASSAN, T. N. (1989). **Handbook of Development Economics**, vol I. Elsevier Science Publishers.
- PAGE, John M. (1994). The East Asian Miracle: An Introduction. **World Development**, v.22, n.4, p. 615-625.
- PARK, Chul Yung, SONG, Chi-Young (2000). **Financial Contagion in East Asian Crisis – With Special Reference to the Republic of Korea**. Cambridge, Massachusetts: no National Bureau of Economic Research.
- PARK, Chul Yung, WANG, Yunjong (2000). **Reform of the International Financial System and Institutions**. (mimeo)
- PARK, Chul Yung, LEE, Jong-Wha (2001). Recovery and Sustainability in East Asia. **NBER Working Paper**, 8373. Cambridge, Massachusetts: no National Bureau of Economic Research.
- PARK, D., RHEE, C. (1998). **Currency Crisis in Korea: Could It Have Been Avoided?** (mimeo)
- PINCUS, Jonathan, RAMLI, Rizal (1998). Indonesia: From Showcase to Basket Case. **Cambridge Journal of Economics**, v.22, p. 723-734.
- POMERLEANO, Michael. **The East Asian Crises and Corporate Finances: The Untold Micro Story**. Washington, DC: World Bank.
- PRATES, Daniela M. (1997). **Abertura Financeira e Vulnerabilidade Externa: a Economia Brasileira na Década de 90**. Campinas, (Dissertação de Mestrado), Instituto de Economia - Universidade Estadual de Campinas, agosto.
- PRATES, Daniela Magalhães (2001). **As Crises Financeiras dos Países Periféricos nos Anos 90**. Projeto de Doutorado. Campinas: Instituto de Economia/UNICAMP.
- PREBISCH, Raúl (1950). **Economic Survey of Latino America, 1949**. New York: United Nations.
- PREBISCH, Raúl (1981). **Capitalismo Periferico: Crisis e Transformacion**. México: Fondo de Cultura Economica

- PREBISCH, Raúl (1984). Five Stages in My Thinking on Development. In MEIER, Gerald M, SEERS, Dudley (1984, edit.). **Pioneers in Development**. Oxford: Oxford University Press.
- RADALET, Steven, SACHS, Jeffrey D. (1998). The Onset of the East Asian Financial Crisis. **NBER Working Paper** 6680. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- RADALET, Steven, SACHS, Jeffrey D. (1998b). The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects. **Brookings Papers on Economic Activity**, n.1. Washington, DC: Brookings Institution.
- RADALET, Steven, SACHS, Jeffrey, (1999). **What Have We Learned, So Far, From the Asian Financial Crisis?** (mimeo)
- REINHART, Carmem M., REINHART, Vincent Raymond (2000). **What Does G3 Target Zone Mean for Emerging-Market Economies?** Prepared for the American Economics Association Meeting, New Orleans, January, 2001.
- REISEN, Helmut (1999). After the Great Asian Slump: Towards a Coherent Approach to Global Capital Flows. **OECD Policy Brief**, n.16. Paris: OECD Development Centre.
- RODRIK, Dani (2001). **The Developing Countries Hazardous Obsession with Global Integration**. (mimeo)
- RODRIK, Dani, VELASCO, Andrés (1999). Short Term Capital Flows. **NBER Working Paper**, 7364. Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research.
- ROGOFF, Kenneth (1999). International Institutions for Reducing Global Financial Instability. **NBER Working Paper**, 7265. Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research.
- ROSENTEI-RODAN, Paul M. (1943). Problems of Industrialization of Eastern and South Eastern Europe. **Economic Journal**, v. 53, n.2, 202-211 (June-September)
- ROSENTEI-RODAN, Paul M. (1984). Natura Facit Saltum: Analysis of Disequilibrium Growth Process. In MEIER, Gerald M, SEERS, Dudley (1984, edit.). **Pioneers in Development**. Oxford: Oxford University Press.
- ROWTHORN, Robert (1996). **East Asian Development: The Flying Geese Paradigm Reconsidered**. Project "East Asian Development: Lessons For a New Global Environment". Geneva: United Nations (UNCTAD).
- SACHS, J. D. (1998). **Global Capitalism: Making It Work**. The Economist, Sept., 12th.

- SACHS, J. D. (1998b). **Creditor Panics: Causes and Remedies**. (mimeo)
- SAREL, Michael (1996). Growth in East Asian: What We Can and What We Cannot Infer. **Economic Issue**, n.1. Washington: International Monetary Fund.
- SAREL, Michael (1997). Growth and Productivity in ASEAN Countries. **IMF Working Paper** 97/97. Washington: International Monetary Fund.
- SCHNEIDER, Martin, TORNELL, Aaron (1999). **Lending Booms and Asset Price Inflation**. (mimeo)
- SCHNEIDER, Martin, TORNELL, Aaron (2000). Balance Sheet Effects, Bailout Guarantees and Financial Crises. **NBER Working Paper** 8060, december. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- SEN, Sunanda (1996). Growth Centres In South East Asia in the Era of Globalization. **UNCTAD Discussion Papers**, n. 118, september. Geneva: United Nations.
- SHAPIRO, Helen, TAYLOR, Lance (1990). The State and Industrial Strategy. **World Development**, v.18, n. 6, pp. 861-878.
- SINGH, Ajit (1994). Openness and the Market Friendly Approach to Development: Learning the Right Lessons from Development Experience. **World Development**, v. 22, n. 12, pp. 1811-1823.
- SINGH, Ajit (1996). **Savings, Investment and the Corporation in the East Asian Miracle** (Study n. 9 - East Asian Development: Lessons For The New Global Environment). Geneva: United Nations Conference on Trade and Development
- SINGH, Ajit (1996b). **Catching Up With The West: A Perspective on Asian Development**. Development Thinking and Practice Conference, september, 3 - 5, Washington (DC).
- Smalhout, James (1998). Can the IMF Play the Supercop.? **Euromoney**, London: Euromoney Institutional Investor PLC, pp. 90-93, September.
- SOROS, George (1998). **The Crises of Global Capitalism**. New York: Public Affairs Press.
- STIGLITZ, Joseph E.(1996). Some Lessons From The East Asian Miracle. **The World Bank Research Observer**, v. 11, n. 2, august, p. 151-177.
- STIGLITZ, Joseph (1998). **Must Financial Crisis Be This Frequent and This Painful?** Washington: World Bank

- STIGLITZ, Joseph (1998b). **More Instruments and Broader Goals: Moving Toward the Post-Washington Consensus**. Washington: World Bank
- STIGLITZ, Joseph (2000). **The Insider**: What a I Learned from the World Economic Crisis. New Republic On Line.
- STONE, Mark R. (1998). Corporate Debt Restructuring in East Asia: Some Lessons From International Experience. **IMF Papers On Policy Analysis and Assessment**, **98/13**, october. Washington: International Monetary Fund.
- STRANGE, Susan (1986) **Casino Capitalism**. Oxford: Basil Blackwell
- SUGISAKI, S. (1998). **Economic Crisis in Asia**. Harvard Asia Business Conference, Harvard Business School, january 30. (mimeo)
- SUMMERS, Lawrence (1999). **The Right King of IMF for a Stable Global Financial System**. Speech to the London School of Business, december, 14th.
- TORRES FILHO, E. T. (1997). A Crise da Economia Japonesa nos Anos 90: Impactos da Bolha Especulativa. **Revista de Economia Política**, v.17, n.1 (65), janeiro-março, p.5-19.
- UNCTAD (1996). **World Investment Report 1996**: Investment, Trade and International Policy Arrangements. New York and Geneva: United Nations.
- UNCTAD (1999). **World Investment Report 1999**. Geneva: United Nations Conference on Trade and Development - United Nations.
- UNCTAD (2000). **World Investment Report 2000**. Geneva: United Nations Conference on Trade and Development - United Nations.
- UNIDO (1997). **Financing Industrial Development. Industrial Development – Global Report 1997**. Oxford: Oxford University Press (United Nations Industrial Development Organization).
- UNITED NATIONS (1993). **Trade and Development Report, 1993**. Geneva: United Nations Conference on Trade and Development - United Nations.
- UNITED NATIONS (1994). **Trade and Development Report, 1994**. Geneva: United Nations Conference on Trade and Development - United Nations.
- UNITED NATIONS (1996). **Trade and Development Report, 1996**. Geneva: United Nations Conference on Trade and Development - United Nations.
- UNITED NATIONS (1998). **Trade and Development Report, 1998**. Geneva: United Nations Conference on Trade and Development - United Nations.

- UNITED NATIONS (1999). **Trade and Development Report, 1999**. Geneva: United Nations Conference on Trade and Development - United Nations.
- UNITED NATIONS (2000). **Trade and Development Report, 2000**. Geneva: United Nations Conference on Trade and Development - United Nations.
- UNITED NATIONS (2001). **Trade and Development Report, 2001**. Geneva: United Nations Conference on Trade and Development - United Nations.
- U.S. TREASURY (2000). **Response to the Report of the International Financial Institutions Advisory Commission**. Washington,DC: U.S. Treasury.
- WADE, Robert (1990). **Governing the Market: Economic Theory and the Role of Government in East Asian Industrialization**. Princeton: Princeton University Press.
- WADE, Robert (1996). Japan, the World Bank, and the Art of Paradigm Maintenance: The East Asia Miracle in a Political Perspective. **New Left Review**, n. 217, may/jun, p, 3-36.
- WADE, Robert (1998). From 'Miracle' to Cronyism': Explaining the Great Asian Slump. **Cambridge Journal of Economics**, v.22, p. 693-706.
- WADE, R., VENEROSOS, F. (1998). The Asian Crisis: The High Debt Model Versus the Wall Street-Treasury-IMF Complex. **New Left Review**, n. 228, may/april, p. 3-23. London: New Left Review Ltd.
- WEI, Shang-Jin (2000). **Corruption, Composition of Capital Flows and Currency Crises**. Washington,DC: World Bank
- WEI, Shang-Jin, WU, Yi (2001). **Negative Alchemy?Corruption, Composition of Capital Flows and Currency Crises**. Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research.
- WHITE, William R. (2000). What Have We Learned From Recent Financial Crises and Policy Responses? **BIS Working Paper**, n.94, january. Balse: Bank For International Settlements.
- WORLD ECONOMIC AND SOCIAL SURVEY 1995 (1995): **Current Trends and Policies in the World Economy**. Department For Economic And Social Information And Policy Analysis. New York: United Nations.
- WORLD BANK (1987). **World Development Report, 1987**. Washington: World Bank.
- WORLD BANK (1993). **The East Asian Miracle: Economic Growth and Public Policy**. New York: Oxford University Press.

- WORLD BANK (1998). **Global Economic Prospects, 1998**. Washington: World Bank.
- WORLD BANK (1998b). **East Asia: The Road to Recovery**. Washington: World Bank.
- WORLD BANK (1999). **World Development Report, 1999/2000**. Washington: World Bank.
- WORLD BANK (2000). **Global Development Finance, 2000**. Washington: World Bank.
- WORLD BANK (2000b). **East Asia: Recovery and Beyond**. Washington: World Bank.
- WORLD BANK (2000c). **Global Economic Prospects, 2000**. Washington: World Bank.
- WORLD BANK (2000d). **East Asia Brief**. Washington, DC: World Bank.
- WORLD BANK (2000e). **World Development Report, 2000/2001- Attacking Poverty**. Washington: World Bank.
- WORLD BANK (2001). **East Asia Update**, march. Washington: World Bank.
- YANAGIHARA, Toru (1994). Anything New in the *Miracle* Report? Yes and No. **World Development**, v.22, n.4, . 663-670.
- YOSHITOMI, Masaku, SHIRAI, Sayuki (1999). Capital-Account Crisis and Credit Contraction: The New Nature of the Crisis Requires New Policy Responses. **ADB Working Paper**, n.2 Tokyo: Asian Development Bank Institute
- YOSHITOMI, Masaku, SHIRAI, Sayuki (2000). **Policy Recommendations For Preventing Another Capital Account Crisis**. Tokyo: Asian Development Bank Institute
- YOUNG, A. (1994). Tyranny of Numbers: Confronting the Statistical Realities of the East Asian Growth Experience. **NBER Working Paper**, n. 4680, march.
- ZYSMAN, J. (1983). **Government, Markets and Growth: Financial Systems and Politics of Industrial Change**. Ithaca: Cornell University Press.