

## A crise asiática e seus desdobramentos

Otaviano Canuto \*

V. II N. 4 DEZ. 00 pp. 25-60

### *Introdução*

A crise financeira asiática de 1997-98 foi surpreendente não apenas pelo alcance global de seus desdobramentos, como pelo fato de ocorrer em uma região que se tornara, pouco antes, uma referência mundial em termos de crescimento econômico rápido e sustentado. A surpresa foi ainda maior por incluir, em seu epicentro, a Coreia do Sul, o exemplo maior de *upgrading* da periferia em direção ao núcleo de economias desenvolvidas.

O presente texto aborda a experiência de crise e recuperação nas cinco economias asiáticas (Coreia do Sul, Tailândia, Indonésia, Malásia e Filipinas), buscando localizar seus traços comuns e diferenciados, bem como entre elas e outras experiências em economias emergentes. Foco particular será dedicado ao caso coreano.

O item 1 descreve os traços iniciais da crise, buscando ressaltar aspectos comuns e diferenciados nas “crises gêmeas” (cambial e financeira) nas cinco economias. Sugere-se que alguns indicadores de vulnerabilidade financeira – o nível de endividamento e de concessão de crédito em relação ao PIB, bem como a proporção entre a dívida externa de curto prazo e as reservas externas – apontavam para a profundidade e o caráter contagioso da crise em todos os casos. Adicionalmente, mostra como, diferentemente de outras crises em economias emergentes, fundamentos macroeconômicos inconsistentes não podem ser designados como causa – destacando-se, assim, a insuficiência das abordagens até então disponíveis na literatura sobre crises cambiais em economias não-desenvolvidas.

---

\* Professor do Instituto de Economia da Unicamp e pesquisador do CNPq (ocanuto@eco.unicamp.br). Uma versão anterior do texto foi apresentada no *Seminário sobre a Coreia*, organizado pelo IPRI, no Hotel Le Méridien, Rio de Janeiro, em outubro de 2000. O autor agradece aos participantes do seminário, bem como a André Moreira Cunha, pelos comentários sobre o trabalho, isentando-os de erros e omissões remanescentes.

O item 2, por sua vez, focaliza os fluxos de capital para as economias emergentes, na Ásia em particular, após a relevância de o tema ter sido apontada no item anterior. Mais uma vez, pode-se localizar características comuns e distintas entre as cinco economias, bem como entre elas e as demais emergentes.

O terceiro item destaca alguns choques externos às economias asiáticas ocorridos anteriormente a 1997-98, cujo papel será ressaltado. Tais choques se abateram sobre – e acentuaram – as estruturas financeiras vulneráveis abordadas no item 1.

Em seguida, são apresentados os arcahouços básicos de interpretação da crise financeira asiática mais utilizados por seus intérpretes. Duas referências básicas – a abordagem pelo “risco moral” e a interpretação da “crise de iliquidez auto-realizada” – são delineadas, bem como suas implicações em termos de recomendação de políticas.

Finalmente, no item 5, são examinados os desdobramentos da crise e a recuperação nas cinco economias, com foco particular no caso coreano. Políticas governamentais domésticas e a evolução macroeconômica dos EUA são destacadas como fatores básicos da recuperação na região.

### ***1. A crise cambial e financeira asiática***

Duas características comuns às experiências nacionais da crise financeira das economias emergentes asiáticas (Tailândia, Malásia, Indonésia, Filipinas e Coréia do Sul) foram a acentuada desvalorização de suas moedas, em relação ao dólar, e a queda substancial nos preços de ativos em seus mercados acionários. Ambas refletiram fortes saídas de capital, com correspondente redução das reservas externas daqueles países.

Os fluxos de capital para a Ásia mudaram de um ingresso de US\$ 93 bilhões em 1996 para uma saída de US\$ 12 bilhões em 1997, com a virada se concentrando na segunda metade deste ano. O montante de US\$ 105 bilhões de alteração nos fluxos foi equivalente a cerca de 11% do PIB da região (RADELET & SACHS, 1998). A retração nos fluxos correspondeu principalmente a desinvestimentos em carteira e a fechamentos de créditos bancários externos.

A crise cambial e a saída de capital se desdobraram em arrochos de crédito nas cinco economias. Por outro lado, todas elas transitaram de déficit para superávit em conta-corrente em seus balanços de pagamentos, em 1998.

O evento que se tornou o gatilho da crise foi o anúncio, em 2 de julho de 1997, de que o baht, moeda tailandesa, passaria a flutuar, ao que se seguiu sua desvalorização imediata em 15%. Problemas em instituições financeiras domésticas haviam já iniciado uma crise de confiança. Em menos de dois meses, Filipinas, Malásia e Indonésia desistiram da defesa de suas moedas, também sofrendo depreciações substantivas. A despeito da aprovação de pacotes emergenciais de empréstimos pelo FMI à Tailândia, em agosto, e posteriormente à Indonésia e à Coreia, a crise continuou se aprofundando.

A Coreia do Sul foi o último estágio da crise em 1997, com uma queda de 25% em sua moeda durante o mês de novembro, a qual abriu nova onda de desvalorizações em massa. De junho a dezembro de 1997, a rúpia da Indonésia depreciou-se em mais de 140% em relação ao dólar, o baht tailandês e o won coreano tiveram quedas acima de 80%, enquanto o ringgit da Malásia e o peso filipino se desvalorizaram em torno de 50%.

Mesmo outras economias asiáticas que permaneceram fora do círculo da crise também desvalorizaram suas moedas – Taiwan e Cingapura –, mas sem se envolver em um processo circular de saída de capital, desvalorização cambial e deflação de ativos. Apenas no caso do *currency board* de Hong Cong houve resistência, com sucesso, diante de ataques especulativos, mantendo-se a paridade com o dólar americano. Os dólares de Cingapura e Taiwan foram depreciados em taxas próximas de 20%.

Todas as economias emergentes da região, incluindo aquelas que contornaram a crise cambial, enfrentaram quedas pronunciadas em suas bolsas de valores. Ao final de 1997, nos cinco países em crise, os preços das ações haviam caído, no mínimo, à metade dos patamares iniciais.

A experiência asiática surpreendeu pela profundidade e pelo “contágio”, através do qual a crise, iniciada em um país, em breve tempo disseminou-se por toda a região. Pouco antes da desvalorização tailandesa, a Indonésia havia recebido uma análise otimista por parte do Banco Mundial. A Coreia, por seu turno, um “tigre” distinto das outras quatro economias

em decorrência de seu grau de desenvolvimento (CANUTO, 1994a), não apresentava sinais explícitos de problemas graves até três meses após a desvalorização na Tailândia.

A crise financeira traduziu-se em crise econômica, conforme expresso no declínio dos PIBs. O PIB tailandês, depois de atingir um pico em meados de 1997, diminuiu em mais de 10%, até alcançar um piso na segunda metade do ano seguinte. Na Malásia, a queda do produto foi também próxima de 10% entre os terceiros trimestres de 1997 e 1998. As Filipinas enfrentaram uma redução mais modesta, de 3%, enquanto a Coreia, a última grande economia asiática a entrar na crise, teve seu PIB reduzido em 8% entre o final de 1997 e a primeira metade de 1998. A Indonésia foi a mais intensamente afetada, com um declínio acima de 15% no PIB do período.

O encolhimento nos PIBs contrastou com a trajetória anterior de prolongado crescimento com a qual a região havia sido associada. Nos componentes da demanda agregada, em todos os países, verificaram-se quedas acentuadas nos investimentos. Os gastos governamentais, por seu turno, atuaram como amortecedores da crise.

Ao lado de tais características comuns, também se pôde detectar algumas diferenças entre as economias em crise. Além da intensidade de desvalorização cambial e da queda do PIB na Indonésia, destaca-se seu arrocho de crédito. A Coreia, por seu turno, apesar de ter passado por uma deflação absoluta maior nos preços de ações, apresentou uma recuperação mais rápida na conta-corrente, nas reservas internacionais, no crédito bancário e no próprio mercado acionário. Por outro lado, todas atravessaram uma experiência similar em termos de movimentos de saída de capital, cuja manifestação imediata se deu sob a forma de *crash* acionário e implosão dos regimes vigentes de taxas de câmbio fixas ou administradas.

Neste aspecto, a experiência de crise cambial e financeira asiática foi aparentemente similar à de outros episódios comparáveis em economias emergentes (CANUTO & LIMA, 1999a). Em cada um dos países em questão, taxas de câmbio estavam sendo administradas, com maior ou menor rigidez, por seu banco central, com este utilizando suas reservas externas para estabilizar os mercados cambiais domésticos. A partir de certo

momento, em cada caso, estas reservas começaram a se evaporar, à medida que as taxas fixas ou administradas do câmbio passaram a manter-se apenas mediante entrega de divisas pelo banco central, para suprir continuados excessos de demanda por estas.

Na base da erosão das reservas, esteve presente uma crescente desconfiança, por parte dos investidores privados, quanto à capacidade do correspondente banco central local de sustentar a estabilidade cambial em vigor. A expressão de tal desconfiança manifestou-se na corrida por vender ativos domésticos, provocando rodadas de queda em suas cotações, bem como na retração do crédito por emprestadores externos e domésticos. O movimento em comum era o de detentores de ativos no sistema financeiro – depositantes, acionistas e credores externos – tentando liquidá-los e converter os valores em divisas. Em tais circunstâncias, como em outras experiências, as instituições financeiras foram obrigadas a liquidar ativos e fechar linhas de crédito, modos pelos quais se estabeleceram fortes restrições sobre os gastos de empresas e famílias, com a correspondente transmissão da crise cambial e financeira para a economia como um todo.

Ao fim da exaustão de suas reservas externas (ou antes, no caso da Indonésia), os bancos centrais foram, sucessivamente, obrigados a parar as vendas de divisas e a sustentação cambial. Em cada caso, a queda acentuada do valor das moedas locais se seguiu à liberdade de flutuação, em concomitância com o aprofundamento dos riscos de insolvência domésticos e da recessão local. Como na experiência anterior do México, mesmo depois de longo período de estabilidade cambial, o desaparecimento das reservas externas se deu em pouco tempo (CHANG, 1999).

Por outro lado, embora essa interação entre o colapso cambial e a crise financeira doméstica tenha estado presente em todos os casos asiáticos – assim como em várias outras crises em economias emergentes – há que se observar a diversidade de causalidades possíveis entre as esferas cambial e financeira. O círculo vicioso entre estas esferas pode – em princípio e de acordo com várias experiências anteriores – ser colocado em ação por razões fundamentais distintas.

A desconfiança poderia ter tido seu ponto de partida nos mercados domésticos de ativos, com a saída de capital e a exaustão de reservas

aparecendo como conseqüências. A origem poderia ter residido especificamente em déficits ou dívidas públicas considerados insustentáveis ou cuja monetização tivesse elevado a proporção entre a liquidez doméstica e o nível das reservas externas.

Alternativamente, a causa principal do círculo vicioso poderia ter estado no balanço de pagamentos, ou seja, em déficits em conta corrente não absorvíveis por investidores externos. Patamares excessivamente valorizados da moeda local poderiam ter decorrido, por exemplo, de taxas de inflação locais acima das externas e não compensadas nominalmente nas taxas de câmbio administradas.

A determinação da causa em última instância tem óbvia relevância para a escolha de políticas de correção. Depois de instaurado o círculo vicioso entre, de um lado, a fragilidade das finanças domésticas privadas e/ou públicas e, de outro, a deterioração nas contas externas, torna-se difícil separá-las. Contudo, importa localizar o ponto de partida do processo, por exemplo, entre as possibilidades aludidas nos parágrafos acima. Neste contexto, observemos alguns indicadores que desde logo nos permitam descartar ou explorar as possibilidades de explicação da experiência asiática.<sup>1</sup>

Antes de tudo, nenhum dos cinco países apresentou déficits públicos substanciais nos anos anteriores à crise, com superávits tornando-se a regra em alguns casos (CORSETTI *et alii*, 1998). Na Coreia, por exemplo, segundo o *International Financial Statistics* do FMI, depois de um saldo positivo de 2,7% do PIB nas contas públicas em 1994, os modestos déficits de 0,9% e 1,1% em 1995 e 1996 não poderiam ser apontados como críticos. Na Tailândia, por seu turno, superávits de 1,9%, 3% e 2,4% do PIB foram alcançados no mesmo triênio. O sinal também foi positivo nas contas públicas da Malásia e da Indonésia em 1996. Evidencia-se, portanto, a inadequação da explicação clássica de ataques especulativos e crises em regimes cambiais rígidos, formulada pela chamada “primeira geração de

---

1. KAMINSKY *et alii* (1998) apresentam, como os melhores indicadores prévios de uma crise cambial: a evolução das exportações, a taxa real de câmbio, a proporção entre medidas amplas de liquidez e as reservas externas, ritmo do crescimento do PIB e os preços de ações.

modelos de ataques especulativos”, iniciada por KRUGMAN (1979), a qual focalizou políticas macroeconômicas inconsistentes como origem previsível de crises de balanço de pagamentos.

A rigor, o desempenho macroeconômico em termos de crescimento e baixa inflação das economias em crise foi notável antes da crise. Na Coreia, o PIB cresceu 8,6%, 8,9% e 7,1%, respectivamente, nos anos de 1994 a 1996, enquanto o índice de preços ao consumidor manteve sua expansão entre 4,4% e 6,3% anuais no período. No caso tailandês, as cifras correspondentes foram de 8,9%, 9,1% e 7,7% para o PIB e de 5,1-5,8% para a inflação. Nas demais economias, mesmo no caso de menor crescimento – Filipinas – o ritmo ascendeu de 4,4% em 1994 para 5,7% em 1996, com taxas anuais de inflação permanecendo entre 8% e 9% no período.

O desempenho macroeconômico também descarta, portanto, a “segunda geração de modelos de ataques especulativos”, linha inaugurada por OBSTFELD (1994), tendo como referência empírica a crise no sistema monetário europeu de 1992. No caso da libra esterlina inglesa e da lira italiana, sua fixação cambial de então exigia o uso de políticas monetárias altamente restritivas, com taxas de juros crescentes. Mesmo mostrando-se possível tal defesa diante dos fluxos de câmbio, o custo, em termos de desaceleração econômica e desemprego, apresentava-se ascendente e, portanto, com alta probabilidade de paulatinamente alterar a avaliação custo-benefício da política cambial, na perspectiva do governo. Tendo em conta a questão, ataques especulativos contra as moedas ocorreram com sucesso, pelo fato de definitivamente piorarem a avaliação custo-benefício dos governos quanto ao compromisso cambial. Como no caso da “primeira geração”, esse tipo de “profecias auto-realizáveis” concretizadas pelos mercados, diante das opções de política governamental quanto ao custo-benefício da sustentação de taxas de câmbio, não pode ser invocado para o caso asiático, diante do bom desempenho macroeconômico anterior à crise.

E quanto ao próprio balanço de pagamentos? No caso da Tailândia, os déficits em conta corrente alcançaram 8% do PIB antes da crise, com os demais casos situando-se na faixa entre 3% e 6%. Por outro lado, conforme abordado no próximo item deste texto, a disponibilidade de capital externo

para a região parecia exceder as necessidades de ingresso. O fluxo maciço de saída de capital que ocorreu durante a crise sucedeu a um forte *boom* de entrada do período 1990-96 e, a rigor, não houve alteração súbita no cenário de contas correntes que pudesse suscitar mudanças drásticas e repentinas de humor nas expectativas dos investidores externos.

No tocante à taxa real de câmbio, os níveis na Tailândia, Indonésia e Malásia imediatamente anteriores à crise estavam apenas entre 5% e 8% valorizados em relação à média de 1990-96, ao passo que, na Coreia, a taxa estava até levemente depreciada (FERGUSON Jr., 2000). Nas Filipinas, a valorização chegava a 20% mas, de qualquer modo, entre os cinco países, este foi o menos afetado pela crise, como vimos. CHOWDRY & GOYAL (2000), examinando diversos métodos de estimativa de taxas reais de câmbio, sugerem alguma possibilidade de problemas com a taxa real de câmbio apenas para Tailândia, Malásia e Filipinas, descartando definitivamente a hipótese no que tange à Coreia e Indonésia, bem como a Hong Cong, Cingapura e Taiwan.

Elimina-se, assim, a possibilidade de plena explicação da crise a partir de fundamentos macroeconômicos (contas públicas, crescimento e inflação, taxa real de câmbio) ou de inconsistências nas políticas macroeconômicas. Seguindo-se as medidas convencionais, apenas a Tailândia – a primeira da seqüência de peças de dominó a cair – se aproximaria de um diagnóstico em tal direção.

Resta examinar indicadores atinentes às instituições financeiras (bancos e intermediários não-bancários) e a variáveis correlacionadas (preços de ativos, empréstimos das empresas). Nesta dimensão, com efeito, revelam-se algumas possíveis pistas para se entender a profundidade e o caráter contagioso da crise.

Seguindo-se os indicadores propostos por KAMINSKY *et alii* (1998), o nível de endividamento e de concessão de crédito na economia *vis-à-vis* o PIB, bem como o nível da dívida externa de curto prazo enquanto proporção das reservas internacionais, podem sinalizar a iminência de uma crise financeira (bancária e/ou cambial). Caso estejam altos tais índices, a economia mostra-se vulnerável a fugas de capital doméstico e à repatriação de capital por aplicadores externos.

Nas cinco economias, ocorreram elevações acentuadas nas medidas de crédito doméstico e de ativos líquidos de curto prazo (M2) antes da crise, em ritmo muito superior ao do crescimento nominal do PIB (CHOWDRY & GOYAL, 2000). Esta evidência é compatível com as explicações da crise a partir de processos de superendividamento doméstico, as quais serão tratadas nos itens 4 e 5 adiante.

No tocante à magnitude da dívida externa de curto prazo *vis-à-vis* o estoque de reservas externas, de fato só não se verificou a superação deste pela anterior no caso da Malásia – a qual, apesar disto, foi a única a erigir novas barreiras significativas à saída de capital durante a crise.<sup>2</sup> A partir daí, vários intérpretes enfatizaram a volatilidade dos fluxos internacionais de capital de curto prazo (dívida e ações) como causa imediata da crise (RADELET & SACHS, 1998; FURMAN & STIGLITZ, 1998).

Antes de abordarmos as interpretações financeiras da crise (no item 4), cotejando-as com essas evidências, passaremos no item 3 pelo exame de um conjunto de choques externos com os quais se defrontaram as economias emergentes asiáticas. Antes ainda, no próximo item, efetuaremos uma breve revisão do ingresso de capital nestas economias ao longo de 1990-96.

O intenso ciclo de entrada e saída de capital externo, comum a toda a região, ocupa posição-chave nas hipóteses quanto às causas financeiras da crise. Por outro lado, buscaremos evidenciar a presença, ao lado dos fatores comuns, de algumas diferenças no papel cumprido pelos fluxos do capital externo nos países em questão.

## ***2. Fluxos de capital para a Ásia***

A década de 1990 foi marcada, entre outros aspectos, por um grande salto e posterior redução nos fluxos de capital para as economias emergentes

---

2. Vale observar que, no período da crise, enquanto os controles sobre a conta de capital haviam sido liberalizados há muito na Indonésia e na Tailândia, ainda continuavam substanciais na Coreia. Por exemplo, não-residentes não podiam tomar empréstimos em won, proibição também restabelecida pela Tailândia durante a crise (ITO, 1999, p. 18). A diferença do caso da Malásia foi o caráter *ex post* de suas restrições, estabelecidas sobre a saída de capital.

(economias em desenvolvimento e economias em transição). Os fluxos líquidos de capital privado para as economias emergentes cresceram sete vezes entre 1990 e 1996. Depois do pico e da redução acentuada durante a crise financeira das economias emergentes, os patamares ainda se mantiveram acima dos níveis da década anterior, embora abaixo daqueles do surto de expansão. Por outro lado, cumpre notar o peso dos fluxos oficiais, em 1997-98, cobrindo parcialmente a saída de capital privado.

O incremento acentuado no movimento de capital para os emergentes, na primeira metade da década, teve suas razões apontadas pelo FMI, no relatório *International Capital Markets: development prospects and policy issues* de 1995. Antes de tudo, a tendência de declínio nas taxas de juros das economias avançadas impeliu investidores institucionais a buscar oportunidades de aplicação com maior retorno, ajudados também pela lógica de diversificação global em suas carteiras. No lado doméstico das economias emergentes, contribuíram os processos de liberalização quanto a investimentos externos, acompanhando reformas financeiras, de desregulamentação setorial e privatização.

Durante o período expansivo, manifestaram-se preocupações quanto ao volume talvez excessivo de ingresso de capital, causando superaquecimento nas economias domésticas, bem como pressões especulativas de alta nos ativos. Tailândia e Malásia chegaram a receber fluxos acima de 10% do PIB, acompanhados de um *boom* imobiliário nos dois países (conforme descrito no relatório do FMI de 1995 supracitado). No caso da Tailândia, a intenção explícita era acumular reservas, para manter a taxa de câmbio administrada a despeito dos déficits em conta corrente de 8% do PIB. O *boom* imobiliário, por sua vez, tornou-se uma “bolha”, estourada nos meses anteriores à desvalorização do baht, com instituições financeiras enfrentando problemas crescentes de solvência.

Na decomposição dos fluxos de capital para as economias emergentes, conforme tipos de investimento, observa-se a ascensão continuada dos investimentos diretos externos (IDE). Conforme mostrado na edição de 2000 do *World Investment Report*, da UNCTAD, os investimentos em carteira ou de portfólio (ações, títulos de dívida e outros títulos negociáveis), depois de superarem o IDE durante 1992-94, regrediram, particularmente

em 1998. Notável mesmo, por outro lado, mostrou-se a contração em “outros” (empréstimos e depósitos bancários e outros créditos não-negociáveis, transferências interbancárias internacionais) a partir de 1995.

Na verdade, esses movimentos foram regionalmente heterogêneos. Entre o início da década de 1980 e 1997, os fluxos para a Ásia superaram os latino-americanos, com a breve exceção do começo da década de 1990, por causa do México. Depois de deflagrada a crise asiática, o mergulho dos fluxos para a Ásia atingiu níveis negativos, enquanto a América Latina passava a ser o receptor majoritário.

Dos US\$ 30 bilhões de 1990, para as economias emergentes,  $\frac{2}{3}$  foram para a Ásia, enquanto menos de  $\frac{1}{3}$  veio para a América Latina. Em 1993, o montante total havia saltado para US\$ 160 bilhões, dos quais fatias iguais a 40% foram destinadas às duas regiões. Em 1995, os fluxos para a América Latina declinaram substancialmente, como desdobramento da crise mexicana. No ano seguinte, a recuperação desses fluxos levou a um novo recorde no total para as economias emergentes – acima de US\$ 240 bilhões – dos quais metade foi para a Ásia e um terço para a América Latina (ITO, 1999, p. 4).

A maior parte dos fluxos para a Ásia correspondeu a IDE, enquanto, na primeira metade da década, a parcela predominante, no caso latino-americano, foi de investimentos em carteira. Esta ampla fatia ocupada por investimentos de portfólio em 1991-93 mostrou-se fonte de instabilidade no curso da crise do peso mexicano. Também nas cinco economias asiáticas em crise, a oscilação foi maior nos fluxos de investimento em carteira. Enquanto o IDE na Ásia se manteve entre 1996 e 1997, os investimentos em carteira tornaram-se negativos em 1997 (ITO, 1999, p. 5). Tanto na crise mexicana quanto na asiática, os empréstimos bancários e os títulos de dívida não-negociáveis mostraram reversões bruscas.

A leitura agregada dos dados em nível de regiões esconde forte heterogeneidade entre os casos nacionais. Embora todos os países asiáticos tenham recebido maiores fluxos na década de 1990, os aumentos mais significativos se deram na China, alcançando patamares quinze vezes maiores entre 1990 e 1996. Coréia, Cingapura, Indonésia e Tailândia tiveram sua absorção de capital elevada entre duas e quatro vezes ao longo desse período.

Entre as fontes de IDE para a Ásia, os EUA estiveram em primeiro lugar nos casos da Coreia, Taiwan, Cingapura e Filipinas, com o Japão em primeiro no conjunto da região. Até a metade da década, Indonésia, Tailândia e Malásia foram os destinos principais do investimento japonês, sendo substituídas pela China a partir daí. As firmas japonesas deslocaram parte de seus processos produtivos para seus vizinhos, como resposta à valorização do iene perante o dólar até meados da década (CANUTO, 1994a, cap. 4; WHITT, 1999).

A diversidade na magnitude e nas fontes de capital também aparece na composição de ingressos por país. A Malásia – como a China – encorajou e recebeu o IDE. A entrada de capital de portfólio foi mínima, com níveis até negativos em certos momentos. Na mesma direção, cabe lembrar que a Malásia foi a única, entre as cinco, na qual a dívida externa de curto prazo não chegou a superar as reservas externas. Por seu turno, a Tailândia teve ingressos de investimentos em carteira superiores ao IDE.

No tocante aos empréstimos bancários internacionais de economias avançadas para emergentes, observa-se um padrão regionalizado. Os países asiáticos receberam principalmente empréstimos de bancos japoneses e europeus, enquanto os latino-americanos tomaram recursos de bancos norte-americanos e europeus (ITO, 1999, pp. 13-14).

Como proporção do PIB, os totais de passivos bancários externos na Tailândia, Malásia, Indonésia e Coreia, em meados de 1997, eram maiores que os latino-americanos. Entre 1993 e 1997, cresceram de modo acentuado as razões passivos bancários/PIB e dívidas de curto prazo/reservas, em todas as cinco economias da crise asiática, conforme mencionamos no item anterior.

Como contrapartida interna, enquanto os créditos do sistema bancário doméstico ao setor privado variavam entre 50% (Filipinas) e 100% (Tailândia) do PIB na Ásia, em 1996-97, os patamares se situavam abaixo de 25% no Brasil, na Argentina e no México (FERGUSON Jr., 2000). Mais do que nunca, o padrão de financiamento empresarial “baseado no crédito bancário” da Ásia – em contraste com o “baseado em mercados de capitais” no estilo anglo-saxão – foi exercitado no período.<sup>3</sup>

---

3. Sobre tais padrões de financiamento empresarial, veja-se TSURU (2000).

Embora grande destaque tenha sido dado ao IDE para a região na década de 1990, em contraste com o papel dos investimentos em carteira para a América Latina até recentemente, a predominância dos investimentos diretos não serve como estereótipo representativo dos fluxos em todos os casos asiáticos. Na Coreia, o ingresso de recursos externos serviu principalmente para alavancar os investimentos de empresas domésticas, através de empréstimos bancários e venda de *securities*, reafirmando o padrão típico de sua industrialização anterior (CANUTO, 1994a; 1994b).

Por outro lado, a contrapartida – assim como particularmente na Tailândia – foi a maior “fragilidade financeira” do sistema econômico, tanto em termos de descompasso entre prazos de maturidade de ativos (investimentos produtivos) e passivos (empréstimos bancários e títulos de dívida de prazos curto e médio), quanto de descompasso na denominação das moedas (ativos em moeda local, contra passivos denominados em divisas) (*currency mismatch*). A estabilidade cambial, barateando a captação externa, combinou-se com a disposição dos credores estrangeiros, num processo cuja resultante foi a subida rápida nos índices de crédito bancário doméstico/ PIB e dívida externa de curto prazo/reservas internacionais. Neste contexto, cumpre lembrar que, dos já citados US\$ 105 bilhões deslocados para fora das economias em 1997, cerca de 75% (US\$ 77 bilhões) corresponderam a empréstimos bancários (RADELET & SACHS, 1998, p.5).

### 3. *Choques externos*

Embora não necessariamente sejam apontados como causas das crises quase simultâneas na Ásia, três choques ocorridos nos anos anteriores são sugeridos pela literatura como tendo afetado negativamente as exportações dos países em questão, no mínimo reforçando a vulnerabilidade de suas economias (CORSETTI *et alii*, 1998; WHITT, 1999):

- o crescimento das exportações chinesas, após sua desvalorização cambial em 1994, deslocando espaços dos mercados ocidentais ocupados pelos competidores vizinhos;
- a depressão econômica japonesa, implicando menores compras de produtos dos vizinhos;

- a valorização do dólar em relação ao iene e outras moedas em 1995-97, no período em que a moeda norte-americana servia de âncora cambial para vários países da Ásia.

A mudança cambial chinesa, por si só, não foi um aspecto chave. Até 1994, a China tinha duas taxas de câmbio: uma oficial, fixada pelo governo, e outra flutuante, determinada por forças de mercado. Das receitas de exportação, apenas 20% eram convertidas à taxa oficial. O governo chinês decidiu então unificar as taxas, o que significou desvalorizar a oficial em torno de 35% antes de desativá-la. Dada a proporção anterior de receitas convertidas pela taxa oficial, a desvalorização efetiva foi de 7% apenas. Além disso, com a aceleração inflacionária chinesa não compensada pela taxa nominal de câmbio, em termos reais ocorreu até certa valorização entre o momento da unificação e o ano de 1997 (WHITT, 1999, p.22).

Contudo, em decorrência de outros fatores de competitividade (custo de mão-de-obra não-qualificada e absorção de investimentos), cresceram explosivamente as exportações chinesas de produtos tecnologicamente menos sofisticados, como vestuário e montagem de produtos eletrônicos. Para ter-se uma idéia da magnitude do *drive* exportador chinês, basta constatar que, enquanto na década de 1980 as importações da Coreia pelos EUA correspondiam ao dobro ou ao triplo das chinesas, em 1991 estas ultrapassaram as coreanas, alcançando o dobro em 1996. O impacto se deu particularmente sobre Tailândia, Indonésia, Malásia e Filipinas, os “tigrinhos”, ainda sem o *upgrading* industrial e tecnológico da Coreia e dos outros “tigres” (CANUTO, 1994a).

O segundo choque sugerido pelos analistas viria do prolongamento da crise japonesa, iniciada pela explosão, em 1990, das bolhas especulativas acionária e imobiliária infladas em fins da década anterior.<sup>4</sup> Contudo, o *timing* (muito anterior) do estouro da crise japonesa não favorece o argumento. Além disso, como grande parcela das importações japonesas provenientes dos vizinhos corresponde a itens incorporados em suas exportações, indiretamente são mais significativas as condições de demanda nos mercados ocidentais, para tais vizinhos, do que as do próprio Japão.

---

4. Sobre esta, veja-se CANUTO (2000a).

O terceiro choque correspondeu à valorização do dólar em relação ao iene e a outras moedas nacionais, a partir de 1995, revertendo sua trajetória de desvalorização de 1993-94. Entre abril de 1995 e abril de 1997, o dólar apreciou-se nominalmente em 50% perante o iene e em 23,9% em relação ao marco alemão.

Nos anos anteriores à crise, algumas economias asiáticas haviam atrelado diretamente suas moedas ao dólar (como no *currency board* de Hong Cong), enquanto outras preferiram fazê-lo em relação a uma cesta de moedas com pesos fixos para o dólar e outras moedas (com pesos nem sempre declarados oficialmente). Mesmo neste segundo caso, o peso do dólar era elevado, conforme estimativas de WITT (1999, p.25): 90% na Coreia durante 1995-96 e no mínimo 80% nos demais casos. Portanto, a valorização do dólar arrastou na mesma direção as moedas asiáticas, mesmo que em intensidade menor.<sup>5</sup>

A busca de estabilidade cambial perante o dólar, mediante ancoragem direta ou via cestas de moedas, foi fundamental para a atração de capitais (além de eventualmente servir de instrumento de estabilização antiinflacionária). Do ponto de vista das decisões de IDE, a âncora minimizava o risco cambial para os investimentos voltados para o mercado norte-americano. A mesma redução de risco cambial favoreceu o ingresso de portfólio e o crédito bancário externo. Ao mesmo tempo, o crescimento econômico e o otimismo estimulavam avaliações de riscos mínimos de crédito. A estabilidade perante o dólar tornou-se um dos estímulos à alavancagem financeira doméstica com base, no fundo da pirâmide de ativos, na captação de dívidas externas de curto prazo.

Como efeito dos choques abordados neste item, as exportações dos cinco países emergentes asiáticos para a Europa e o Japão desaceleraram antes da crise financeira de 1997. Além disso, particularmente no caso dos segmentos produtivos tecnologicamente mais sofisticados da Coreia, concorrentes do Japão, aumentou a competitividade da produção deste último *vis-à-vis* a coreana no mercado norte-americano, recuperando parcelas de mercado anteriormente perdidas para o “tigre”.

---

5.Sobre regimes de política monetária em economias emergentes, veja-se CANUTO & LIMA (1999) e CANUTO (2000c; 2001).

Tailândia, Coréia e Malásia apresentaram fortes quedas no crescimento de suas exportações em 1996, contrastando com o ritmo dos anos anteriores. No caso coreano, as vendas para os EUA caíram mais de 6%, depois de terem aumentado 30% a.a. durante os dois anos antecedentes. No mesmo ano, foi quase nula a expansão nas vendas externas tailandesas, após terem se elevado 20% no ano anterior.

Ainda que, conforme observamos no item 1, em termos macroeconômicos a desaceleração exportadora não tenha se traduzido em suficiente deterioração, na conta corrente do balanço de pagamentos coreano, para explicar a intensa crise em sua economia, convém lembrar o efeito sobre a rentabilidade dos amplos investimentos domésticos voltados para a exportação, efetuados com grande alavancagem financeira durante o surto de ingresso de capital. Enquanto a valorização do dólar afetava a Coréia, a extroversão chinesa comprimia as vendas externas das outras quatro economias que entrariam em crise.

Os mesmos argumentos valem para a redução no ritmo de crescimento apresentada por três das cinco economias entre 1996 e 1997: de 8,9% para 7,1% na Coréia, de 9,5% para 8,6% na Malásia e de 8,8% para 5,5% na Tailândia. A inflexão na trajetória de exportações e do crescimento puxado por estas, embora insuficiente por si só para explicar a crise (com uma possível ressalva para a Tailândia), abateu-se sobre estruturas econômicas com traços de fragilidade financeira.

### ***4. Risco moral e pânico financeiro***

A literatura sobre crises e regulação das finanças distingue as seguintes situações nas quais instituições e o sistema financeiro se defrontam com problemas, ainda que em termos concretos nem sempre seja fácil discerni-las (CANUTO & LIMA, 1999b; 2000):

- (i) insolvência: quando o valor presente dos ativos é inferior ao dos passivos e a falência é inevitável. A insustentabilidade patrimonial pode permanecer disfarçada por algum tempo, desde que haja uma assimetria de informações entre os detentores do patrimônio e seus credores. Nos casos em que a solvência patrimonial depende de verificar-se, *a posteriori*,

os cenários favoráveis utilizados nos cálculos originais de riscos envolvidos, a situação de insolvência advém quando se revela desfavorável o cenário efetivamente concretizado. Se não há transparência e sim assimetria de informações, os credores podem subestimar os riscos envolvidos, o que pode estimular os detentores do patrimônio (captadores de recursos de terceiros) a assumi-los em excesso (o “risco ou perigo moral”, *moral hazard*);

- (ii) **iliquidez**: quando há solvência patrimonial no longo prazo mas, em períodos intermediários, há descompassos ou descasamentos (*mismatches*) temporários entre os retornos dos ativos e os compromissos derivados dos passivos. O patrimônio é viável mas, caso não haja refinanciamento nos momentos intermediários em que os compromissos passivos superam a liquidez obtida com os ativos, ocorre a inadimplência. A possibilidade de falência, neste caso, é indesejável (uma “falha de mercado”), diante do retorno positivo líquido do projeto. Tal falha de mercado pode ocorrer quando há assimetria de informações e insegurança dos credores, choques sistêmicos de racionamento de crédito etc.

A vulnerabilidade decorrente de iliquidez é inevitável no caso de algumas instituições, particularmente no caso dos bancos. As funções destes – “transformar maturidades” – implicam combinar passivos líquidos, de valor nominal fixo à vista (depósitos), com ativos menos líquidos e/ou de valor variável (títulos de crédito, títulos do tesouro). Na ausência de empréstimos em última instância por um banco central e de outros elementos de uma “rede de segurança financeira”, todos os sistemas bancários ficam sujeitos a forte “risco sistêmico”: corridas necessariamente frustradas aos bancos pelos depositantes, pânico e comportamento em manada, falência generalizada, desaparecimento de liquidez na economia etc.

Cabe lembrar, por outro lado, que a presença de riscos de liquidez não é exclusiva dos bancos, surgindo sempre que investimentos de longo prazo são alavancados com recursos de terceiros que tenham vencimentos em prazos menores. A rigor, os sistemas econômicos com financiamento empresarial “baseado no crédito bancário”, em oposição aos “baseados

em mercados de capitais”, tendem a apresentar situações de potencial iliquidez como caráter generalizado.<sup>6</sup>

A distinção entre “insolvência” e “iliquidez” tem grande relevância para o objeto do presente trabalho. Os conceitos estão na raiz das principais explicações da crise asiática e nas abordagens das economias emergentes em geral. Na medida em que os intérpretes os utilizam para sugerir soluções de política econômica nem sempre conciliáveis, sua compreensão é essencial para proceder-se a uma análise da crise e de suas interpretações, bem como do debate que se seguiu sobre a atuação do FMI. Conforme veremos, a proposta de redesenho da “arquitetura financeira global” atualmente discutida parte de certa visão quanto à predominância de tais problemas nas economias emergentes, no período recente.

As explicações financeiras da crise asiática podem ser classificadas em dois grandes grupos (CORSETTI *et alii*, 1998; CHOWDRY & GOYAL, 2000):

- (i) risco moral (*moral hazard*) – DOOLEY (1997); KRUGMAN (1998) – e
- (ii) pânico financeiro ou crises de iliquidez auto-realizada (*self-fulfilling runs on liquidity*) – CHANG & VELASCO (1998a; 1998b; 1998c); RADELET & SACHS (1998); FURMAN & STIGLITZ (1998).

O primeiro grupo argumenta que, na raiz da fragilidade financeira asiática, estiveram presentes políticas governamentais inadequadas. Garantias governamentais a empréstimos bancários privados teriam estimulado o setor privado a tomar recursos em excesso e a investir em projetos de risco elevado, com fortes possibilidades de se tornarem insolventes na eventualidade de cenários desfavoráveis. Com a vulnerabilidade diante de riscos generalizados de insolvência, quaisquer choques – como os abordados no item anterior – poderiam ter disparado a crise, com contágio e grande profundidade.

A linha de argumentação descende da “primeira geração de modelos de ataques especulativos” abordada no item 1, ou seja, coloca em políticas governamentais a causa primária das crises. A diferença está em que, no caso do “risco moral”, as “falhas de governo” não aparecem nos dados

---

6. Não cabe aqui comparar as vantagens e desvantagens de tais sistemas ou de suas combinações, nem as condições em que são apropriados. Ver, a este respeito, TSURU (2000).

sobre as políticas fiscal, monetária e cambial. Os seguros governamentais – explícitos ou implícitos – só revelam seu efeito pernicioso uma vez disparada a crise, qualquer que seja o gatilho inicial desta (choque doméstico ou externo).

Um sucesso macroeconômico temporário pode até ocorrer com tais políticas. Enquanto não se tornar insustentável o volume de perdas potenciais a serem acumuladas pelo governo, antes de exaurir-se o “fundo de seguros (formal ou informal)”, investimentos privados de alto risco serão efetuados, dadas as alternativas de privatização de retornos nos cenários positivos e socialização de perdas nos cenários negativos. Da mesma forma, garantias governamentais quanto ao risco cambial podem provocar um ingresso excessivo de capital de curto prazo.

Um ataque especulativo – com sucesso – tenderá a ocorrer quando o fundo de seguros governamental estiver exaurido e os credores observarem o fim das garantias. Neste momento, os credores dos investimentos de alto risco trocarão os passivos privados existentes por liquidez, decorrendo daí a deflação de ativos e a retração de créditos bancários ao setor privado, com aumento da “preferência pela liquidez”. Dados os riscos de falência governamental e/ou de depreciação cambial, a fuga para a liquidez tende a se dirigir ao exterior (a “fuga para a qualidade”, para os portos seguros nas economias centrais).

A entrada de capital e a alavancagem financeira doméstica se tornam excessivas por causa da superabundância de recursos *vis-à-vis* oportunidades de aplicação com solvência. O *boom* de consumo mexicano pré-1995 e a “bolha imobiliária” na Tailândia seriam a manifestação disto. Na Coreia, os conglomerados teriam investido em capacidade produtiva excessiva em setores como a eletrônica, automobilística, construção naval e outras atividades de exportação (sujeitas ao choque adverso do iene/dólar, abordado no item anterior). Empiricamente, a interpretação do “risco moral” seria compatível com a explosão do crédito privado em relação ao PIB e com os aumentos na razão dívida externa de curto prazo/reservas, observados no período prévio à crise.

Um quadro particularmente propício ao “risco moral” na Ásia teria sido montado pelos processos de liberalização financeira –

desregulamentação de taxas de juros, redução de requisitos de reservas, promoção da concorrência – sem uma correspondente reforma na superestrutura regulatória, de modo a evitar ou punir a tomada excessiva de riscos. Em tais condições de transição incompleta, as instituições financeiras fragilizadas ficam tentadas a incorrer em riscos, como única chance de escapar de sua situação (CANUTO & LIMA, 1999a).

Na Tailândia, por exemplo, o relaxamento da regulação bancária e dos controles de capitais se deu sem fortalecimento da supervisão bancária. Ao mesmo tempo, os intermediários financeiros não-bancários ficaram livres de restrições.

Na Coreia, a liberalização financeira foi acelerada em 1995, por causa da entrada na OCDE. Os *merchant banks* ficaram livres da alçada da regulação, a qual restringia excessos de exposição perante clientes específicos (ITO, 1999, p. 26; HAHM & MISHKIN, 2000, pp. 21-22). Desta forma, os conglomerados coreanos e os bancos puderam aumentar suas estruturas patrimoniais com alta alavancagem e cruzamento de riscos.

As soluções de política favorecidas pela leitura de “risco moral” e “insolvência” focalizam a busca de alinhamento entre riscos e decisões, tanto em nível micro quanto macroeconômico, mediante:

- em nível doméstico, regulação prudencial com maior escopo e redes de segurança financeira com acesso mais restrito, com ambas embutindo “castigos” e “prêmios”, conforme o comportamento das instituições;
- no plano externo, eliminação de pacotes multilaterais de assistência e do FMI ou, no mínimo, endurecimento das condicionalidades associadas a estes. Na mesma linha, o envolvimento dos credores privados externos nas renegociações, em lugar de sua saída viabilizada pelos pacotes de salvamento.

O segundo grupo de interpretações da crise asiática põe ênfase no pânico financeiro e nas conseqüentes corridas contra as instituições e sistemas sob condição de iliquidez em potencial. A rigor, quem adota a interpretação do “risco moral” de modo flexível também reconhece a emergência de situações de pânico e “comportamento em manada (*herd behavior*)” dos investidores, quando a crise é disparada e a insolvência se traduz em iliquidez (por exemplo, HAHM & MISHKIN, 2000).

Simetricamente, este segundo grupo, de abordagens a partir do pânico financeiro, não nega o papel de assimetrias de informação, bem como a necessidade de supervisão e regulação financeira adequadas.

A diferença reside, contudo, no fato de que este segundo grupo não considera correta a avaliação de que, nos asiáticos, antes da crise, predominasse a insolvência generalizada. Não haveria fundamentos (macro ou microeconômicos) a justificar a crise de confiança. A própria corrida pela liquidez por parte de credores domésticos e externos teria auto-realizado seus temores, ao provocar a liquidação em massa de ativos, colapsos patrimoniais, corridas aos bancos e racionamento de crédito. Ocorreram perdas de capital e crises financeira e econômica como consequência do processo, apesar da viabilidade dos investimentos no longo prazo.

A versão da crise por iliquidez auto-realizada supõe passivos externos de curto prazo, em divisas, acima do valor em liquidação dos ativos que compõem as reservas internacionais do país. Os dados abordados no item 1 mostram-se compatíveis com a hipótese da vulnerabilidade ao pânico em nosso objeto. Em junho de 1997, Indonésia, Tailândia e Coreia – os que acabaram recorrendo ao FMI – tinham razões de dívida externa de curto prazo/reservas acima de 1, enquanto na Malásia e Filipinas, embora seus índices estivessem abaixo de 1, estes vinham subindo com velocidade.

O segundo grupo é, igualmente, conciliável empiricamente com a ascensão rápida da taxa de crédito privado/PIB prévia à crise. Por exemplo, a crise de iliquidez auto-realizada poderia ter se dado a partir de mudança súbita de humor dos investidores, comportando-se em manada, depois de uma onda anterior de superotimismo quanto ao desenvolvimento na região, nos anos anteriores.

Adicionalmente, a liberalização financeira sem modernização regulatória cumpre também um lugar nesta visão do pânico financeiro. A concorrência entre bancos e instituições financeiras não-bancárias teria levado os primeiros a emitir passivos líquidos com oferta de remuneração maior que antes, exacerbando, assim, sua vulnerabilidade quanto à iliquidez.

Em termos de políticas recomendadas, há pelo menos um ponto em que a direção desse segundo grupo é diametralmente oposta à das versões radicais do risco moral, a saber, quanto à necessidade de fontes de

empréstimos em última instância e de redes de segurança financeira, de acesso fácil e rápido, em ambos os níveis, doméstico e internacional. Para este segundo grupo, a mera existência de tais fundos disponíveis teria o efeito de aumentar os índices de iliquidez vistos como sustentáveis, pelos credores, tornando-se eventualmente até desnecessário o uso dos recursos.

Na versão de CHANG & VELASCO (1998a; 1998b), por exemplo, crises “puras” de iliquidez auto-realizada – sem nenhuma fragilidade nos fundamentos – tendem a ocorrer apenas, no que tange a economias pequenas, se houver escassez de liquidez no plano internacional. Caso contrário, a liquidez externa pode permitir a travessia da crise. Conclui-se, portanto, ser crucial a existência de linhas de crédito externo de acesso fácil e rápido, inclusive no FMI, para evitar crises desnecessárias. Neste contexto, ITO (1999, p. 28) defende a criação de fundos regionais de liquidez, para economias próximas e sujeitas a contágios de desconfiança.

Adicionalmente, a versão do “pânico financeiro” é menos refratária quanto à funcionalidade de controles de capital do tipo empregado na Malásia, em situações de emergência pelo menos. No caso de ondas “irracionais” de fuga (desprovidas de fundamentos), torna-se funcional acionar *circuit-breakers*, para acalmar a manada de investidores.<sup>7</sup> Da mesma forma, abrindo-se teoricamente a possibilidade simétrica de ondas de superotimismo não justificável por fundamentos macroeconômicos, controles *ex ante* sobre a entrada de capitais de curto prazo – no estilo chileno de quarentenas ou “taxas Tobin” – tendem a ser recomendados.

Por fim, a abordagem da fuga da iliquidez auto-realizada tende a ser crítica quanto a políticas de forte elevação nas taxas de juros domésticas nas situações de crise, visto que esta pode ser agravada pela contração no crédito e por ondas adicionais de desconfiança. Reformas regulatórias e ajustes patrimoniais teriam de ser efetuados sem o obstáculo de escassez desnecessária de liquidez.

---

7. Em KRUGMAN (1999), o autor da primeira geração de ataques especulativos racionais e de um modelo básico de “risco moral”, reconheceu a evidência das fugas de iliquidez auto-realizada. Não por acaso, chegou a defender o manejo temporário de controles de capital um pouco antes de seu anúncio pela Malásia.

O confronto entre as hipóteses de risco moral e insolvência *versus* solvência com iliquidez e pânico não se resolveu, teórica ou empiricamente, com seu embate se transferindo para a órbita da discussão dos pacotes de salvamento e das condicionalidades postas pelo FMI. Ainda se mantém nas distintas leituras quanto ao fôlego da atual recuperação asiática. O lado do “risco moral” conclama o aprofundamento de reformas (consolidação patrimonial, mais mercados de capitais) como condição necessária – ainda não cumprida – para a retomada do desenvolvimento na região. Por sua vez, o lado da “crise de iliquidez auto-realizada” revela maior otimismo, em decorrência das falências evitadas com os recursos multilaterais utilizados nos resgates, bem como do reforço à liquidez local obtido via exportações e crescimento, nos casos em que estes vêm se recuperando. Algumas análises tentam incorporar aspectos – e considerações de políticas – de ambos, como, por exemplo, HAHM & MISHKIN (2000).

Vale mencionar aqui a proposta de combinação apresentada por CHOWDHRY & GOYAL (2000, p. 147): assegurar plenamente os créditos de curto prazo, para evitar crises de iliquidez auto-realizada, e deixar sem seguros os investidores de longo prazo, excluindo a possibilidade de seu salvamento *a posteriori*, de modo a estimulá-los a colocar em ação sólidos sistemas de controle e gestão de riscos, o que restringiria o “risco moral”. Como a versão das assimetrias de informação e risco moral de Hahm & Mishkin, na qual esses elementos se combinam com as “corridas pela liquidez”, a proposta de Chowdhry & Goyal reconhece ambas as possibilidades de insolvência e iliquidez, diferenciando seus âmbitos temporais de alcance.

Como digressão, cabe notar que esse parece ser o sentido da atual reforma da arquitetura financeira global delineada em nível do FMI e dos governos do G7 (CANUTO, 2000b). Trata-se de reforçar a defesa contra o risco sistêmico decorrente das possibilidades de contágio e fuga contra a iliquidez no plano internacional, estabelecendo ao mesmo tempo uma estrutura de incentivos favorável à adoção, em nível nacional, de políticas macroeconômicas sustentáveis e de sistemas de regulação financeira conforme um figurino estabelecido como saudável. Corresponde a um início de adaptação, à escala global, das redes de segurança financeira existentes

em nível doméstico nas economias avançadas, mais ou menos na direção delineada por Chowdhry & Goyal. O alvo principal é o conjunto de economias emergentes.

A peça-chave da reforma é a alteração nas linhas de crédito do FMI. Por um lado, reduzir o custo da Linha de Crédito de Contingência (CCL), criada no ano passado e até agora ainda não utilizada. Por outro, endurecer os termos de acesso às demais linhas de crédito do Fundo.

Em analogia com os seguros de depósitos bancários e os empréstimos em última instância dos bancos centrais, nas economias nacionais, a CCL foi anunciada como uma linha de acesso fácil e rápido, para os países pré-qualificados a dela participar. A condição é justamente essa pré-qualificação como país financeiramente bem gerido.

Com tal condição atendida, além da mera existência indireta de amplas reservas via CCL, ataques especulativos e/ou comportamentos de manada em fuga diminuiriam suas possibilidades. Como nas redes de segurança financeira nacionais, eventualmente nem se faria necessário o recurso à CCL.

Ao mesmo tempo, a idéia é também desestimular o uso dos recursos do Fundo para prazos mais longos do que os da CCL. Daí a elevação forte da carga de juros sobre as demais linhas, subindo conforme a duração dos empréstimos. Financiamentos de prazo maior deverão ser deixados para fontes privadas, com estas cientes de uma baixa probabilidade de resgate oficial pelo FMI ou outra instância multilateral.

A exigência, por parte do FMI e do Tesouro norte-americano, de que os credores privados participassem da renegociação da dívida do Equador, em 1999, já sinalizara a intenção de inocular o risco de crédito no cálculo dos investidores em economias emergentes. O desenho geral da reforma segue o diagnóstico de que a crise financeira das economias emergentes, desde o México até a brasileira, com os correspondentes sustos de contágio no núcleo duro das economias avançadas – crise dos *hedge funds* em 1998 -, refletiu excessos de permissividade perante riscos, por parte de ambos os lados dos credores privados externos e das economias emergentes. Com a ajuda dos pacotes oficiais de resgate, já que, com exceção do caso da Rússia, os credores privados saíram relativamente ilesos.

Restam detalhes relevantes da reforma, tais como o estabelecimento de eventuais tetos para o uso automático da CCL, a definição de critérios referentes à solidez financeira das economias etc. Mas a direção é clara no sentido de demarcar uma espécie de cordão sanitário financeiro, excluindo bandas frágeis das finanças globais e oferecendo prêmios ao bom comportamento. Em lugar de grandes pacotes de resgate amarrados a programas de reforma após a erupção de crises, o propósito agora é estabelecer condicionalidades *ex ante*, deixando automaticamente liberados recursos em última instância para economias com bons fundamentos macro e microeconômicos.

### ***5. Recuperação e desdobramentos da crise***

Segundo RADELET & SACHS (1998), a crise tailandesa teria até exibido algum componente de fundamentos – macro ou micro – em desordem. As crises da Indonésia e das Filipinas, por seu turno, conteriam causas derivadas de sua instabilidade política. Todas as cinco asiáticas da crise teriam sofrido de um contágio de expectativas pessimistas e desconfiança. A crise da Coréia, contudo, segundo os autores, teria sido uma “pura” crise de fuga da iliquidez auto-realizada.

No caso da Coréia, com efeito, a hipótese do “risco moral” exige localizar mudanças qualitativas na década de 1990. Afinal, a experiência histórica de desenvolvimento econômico coreano, destacável entre as economias emergentes pelo estágio alcançado, teve como um de seus elementos fundamentais as políticas públicas de financiamento e apoio estratégico caracterizadas pela “premiação de vencedores e punição de perdedores”. Foram os vencedores neste processo seletivo que se tornaram os grandes conglomerados coreanos. As estratégias de ocupação de mercados e de investimento em aprendizado tecnológico, mesmo ao custo de menores margens de lucro, foram moldadas por aquela direção contida nos incentivos governamentais (CANUTO, 1993; 1994a).

O enfrentamento da concorrência internacional na atual fase tem imposto mudanças estratégicas e patrimoniais, com focalização de atividades e busca de taxas de retorno mais alta. No cenário pós-crise, essa transição tem-se reforçado. Teria se dissipado, porém, no período anterior a 1997, a

memória do passado de dissoluções de conglomerados falidos, por causa da liberalização e desregulamentação?

Não se pode, também, equiparar o “excesso” de investimentos industriais coreanos com as “bolhas imobiliárias” nos demais países. O crescimento na razão crédito ao setor privado/PIB, inclusive, foi mais lento que no México pré-1995 e nos demais países asiáticos da crise (HAHM & MISHKIN, 2000, p. 26).

Contudo, parece difícil negar que, antes da crise, por detrás dos bons fundamentos macroeconômicos, as condições financeiras de vários conglomerados estavam se deteriorando. Ao final de 1996, vinte entre os trinta maiores estavam com taxas de retorno abaixo do custo de capital e, no começo de 1997, entre eles, sete foram declarados em falência (DEMETRIADIS & FATTOUH, 1999). Simultaneamente, dada a exposição dos bancos domésticos em relação aos grandes conglomerados, a compressão dos lucros destes se desdobrou em empréstimos em atraso nos balanços do sistema bancário.

HAHM & MISHKIN (2000) oferecem evidências quanto à presença de problemas de assimetrias de informação e risco moral por detrás da deterioração dos balanços nos setores financeiro e não-financeiro da Coreia:

1. os critérios de classificação de empréstimos e de provisão de perdas eram muito permissivos, quando cotejados com os padrões internacionais;
2. enquanto os bancos comerciais eram supervisionados rigorosamente pelo Banco da Coreia, os *merchant banks* e demais instituições financeiras não-bancárias – liberalizados a partir de 1993-94 – desfrutavam de regimes regulatórios mais permissivos, inclusive com a autorização de propriedade pelos conglomerados domésticos. Mediante engajamento em negócios de alto risco, expuseram-se a elevados riscos de taxas de juros, cambiais e de crédito. Oferecendo “quase-depósitos” como passivos remunerados, tomavam depositantes dos bancos comerciais;
3. acentuou-se a concentração de cada uma das carteiras em torno de poucos conglomerados, com empréstimos de longo prazo. Exposição elevada e “relações de proximidade” ou “compadrio” (*crony capitalism*) com os conglomerados clientes tornaram-se a regra;

4. a estrutura de financiamento corporativo altamente alavancada dos conglomerados – traço histórico da industrialização coreana (CANUTO, 1994a; 1994b) – passou a defrontar-se com rentabilidade operacional decrescente em várias atividades;
5. os empréstimos externos tomados por intermediários financeiros eram repassados – com os correspondentes riscos cambiais – para os conglomerados; e
6. independentemente do exercício efetivo ou não de salvaguardas governamentais, estabeleceu-se a convicção de que os conglomerados eram *too big to fail*. Sem monitoramento doméstico – e dos credores externos – os “vencedores” do processo seletivo concorrencial coreano passaram a ser vistos como “invencíveis”.

Os choques externos (vistos no item 3) e a falência do quarto maior conglomerado (Hanbo) em janeiro de 1997, seguida de várias outras, inauguraram uma nova fase de suscetibilidade diante de ataques especulativos e de contágios de desconfiança como o iniciado na Tailândia. O *downgrading* na avaliação do risco soberano da Coreia, em outubro, definitivamente piorou o cenário.

O ataque especulativo à Coreia não se deu na forma clássica das “primeira e segunda gerações”. Dada a presença de controles sobre as transações no mercado a termo (*forward*) de divisas, bem como a inexistência de um mercado de futuros de câmbio dentro do país, o escopo para ataques diretos ao câmbio era limitado. A depreciação do won acabou acontecendo por força da corrida dos credores externos sobre as instituições financeiras domésticas e da fuga dos investidores estrangeiros das bolsas coreanas (HAHM & MISHKIN, 2000, p. 31).

Entre os aspectos que ilustram a vulnerabilidade coreana diante de crises de confiança e de corridas para a liquidez, no período imediatamente anterior à crise, estão as respostas diante de políticas públicas. Por exemplo, o anúncio governamental, em 25 de agosto de 1997, de que garantiria todas as dívidas externas do país teve um efeito oposto ao esperado. Funcionou como um alerta vermelho quanto à saúde financeira dos conglomerados, bem como um sinal de que déficits públicos e sua monetização poderiam findar implodindo o regime cambial. Num momento em que o contágio se difundia na região (DEMETRIADES & FATTOUH, 1999).

As políticas de estabilização inicialmente acertadas com o FMI também intensificaram as dificuldades. O pacote do FMI veio com exigências de austeridade fiscal e monetária. Diante de críticas de que os fundamentos macroeconômicos coreanos estavam ajustados o suficiente para prescindir desse “pacote padrão” de recomendações do Fundo, argumentou-se que certo espaço fiscal teria de ser criado para absorver, sem endividamento, perdas de capital do setor privado. A elevação nas taxas de juros domésticas, por seu turno, seria para deter a fuga de capital. Alguns analistas, porém, insinuaram que a dureza do pacote era um “castigo”, como resposta do FMI aos críticos que o apontavam, depois do resgate mexicano, como indutor de risco moral.

Por um lado, os recursos oficiais obtidos com o pacote de resgate permitiram a travessia do período de retração de ingressos, sem ruptura com os credores privados externos. O montante de US\$ 58,3 bilhões (FMI, Banco Mundial, Banco de Desenvolvimento da Ásia, governos dos EUA, Japão e Europa) equivalia a 13% do PIB e a 43% das exportações de 1997.

Por outro lado, os juros altos e o aperto fiscal intensificaram a recessão, aumentando os receios quanto à solvência da economia e o racionamento doméstico de crédito (inclusive sobre o financiamento de atividades de exportação). Enquanto as análises baseadas exclusivamente na “insolvência” consideravam natural o processo, necessário à depuração de ativos “podres” nos portfólios domésticos, as abordagens que reconhecem a “iliquidez auto-realizada” argumentavam que a política estava apenas acentuando a crise de confiança e as barreiras creditícias à recuperação, dado o contexto específico coreano de relativa folga fiscal e fragilidade financeira do setor privado.

O governo coreano parece ter seguido esta segunda interpretação e logo reduziu as taxas reais de juros, ajudado pelo fato de ter sido baixo o repasse (*pass-through*) cambial à inflação. As taxas de juros de curto prazo desceram de 30%, no início de 1998, para abaixo de 5% em 1999. Além disso, o governo absorveu perdas privadas de capital, aceitando déficits públicos elevados. O superávit de 0,3% do PIB, em 1996, seguido pelo déficit de 1,5% em 1997, subiu aos patamares em torno de 4% em 1998-99 (HAHM & MISHKIN, 2000, p. 71).

Segundo dados do *JPMorgan*, a dívida pública (direta e indireta) coreana, também como proporção do PIB, elevou-se de 17,3% em 1997 para 41% em 1999. Nesta dilatação da dívida, os títulos governamentais emitidos para reestruturação do setor financeiro e os empréstimos do Banco da Coréia junto ao FMI foram exatamente os destaques, passando de 2,8% a 18,3% do PIB no mesmo período.

De qualquer modo, o início de ressarcimento do pacote de salvamento externo permitiu a queda em mais da metade da dívida junto ao FMI até meados de 1999. No outro lado dessas contas, as instituições financeiras domésticas pagaram em dólares seus empréstimos tomados ao Banco da Coréia, ensejando a manutenção das reservas externas oficiais em torno dos US\$ 65 bilhões. Como que anunciando a perspectiva de fim com êxito do ciclo de defesa contra a crise, o governo tratou de anunciar a intenção de aproveitar o crescimento econômico, a partir de 2000, para reduzir gastos e iniciar a recomposição de seu equilíbrio fiscal e financeiro.

Depois de cair 6,7% em 1998, o PIB coreano cresceu 10,9% e 8,8%, respectivamente, em 1999 e 2000. A taxa de investimento interno bruto no PIB subiu de 21,2% em 1998 para 28,7% em 2000. As exportações cresceram ao ritmo de 8,6% e 20,1% em 1999 e 2000, respectivamente. O déficit em conta corrente no balanço de pagamentos, de 1,7% do PIB em 1997, foi convertido em superávits de 12,6% em 1998, 6% em 1999 e 2,4% em 2000. As reservas externas alcançaram US\$ 92,5 bilhões em setembro de 2000, enquanto seu piso em dezembro de 1997 fora de US\$ 20,4 bilhões.

Dois fatores têm sido básicos na recuperação coreana. Primeiro, as exportações, puxadas pelo bom desempenho de vendas de produtos eletrônicos, particularmente de semicondutores. Por ter sua pauta de exportações composta com produtos de alto conteúdo tecnológico e dinamismo de mercado acima da média, a economia coreana tem-se beneficiado amplamente do bom comportamento da economia internacional. Nem mesmo a subida dos preços do petróleo, de cuja importação aquela economia depende, tem sido capaz de ofuscar o cenário.

O segundo fator-chave na recuperação tem sido a atuação do setor público. Seu papel ativo na reestruturação do setor financeiro, após o início da crise, impediu que esta deixasse seqüelas maiores sobre a base produtiva,

a qual, justamente, tem permitido a rápida recuperação de exportações e crescimento. Os recursos levantados pelo governo foram usados para reconfigurar o sistema financeiro local.

Saldos comerciais e gastos públicos proveram a liquidez que suavizou a severa contração de crédito (*credit crunch*) conseqüente à queima de capital e às falências. Antes mesmo de se iniciar a reestruturação patrimonial, a liquidez e o crescimento do PIB atenuaram os esperados efeitos da crise em termos de restrição quantitativa de crédito. Neste contexto, a qualidade da estrutura produtiva e a capacidade competitiva construídas no período anterior à crise puderam ser exercitadas, facilitando a recuperação via exportações.

O governo coreano tem agido de modo firme no tocante ao saneamento financeiro local. Pode-se apontar, simultaneamente à limpeza dos balanços, algumas reformas nas práticas institucionais.

O governo estabeleceu um teto de 200% para a razão empréstimos/capital dos conglomerados. Além disso, proibiu os bancos de terem uma exposição acima de 25% de seu capital em relação a cada um dos cinco maiores conglomerados, forçando o resgate de empréstimos vigentes. Também foram fechadas algumas válvulas de escape encontradas por estes conglomerados através dos intermediários financeiros não-bancários.

Os bancos, desde 1998, estão obrigados a registrar ativos conforme preços de mercado. Adicionalmente, passaram a operar com um sistema de classificação de créditos mais restritivo, não mais se limitando a rebaixar apenas aqueles já inadimplentes. Introduziu-se, assim, o reconhecimento de riscos de crédito e de mercado no sistema financeiro.

Até junho de 1999, além de cinco bancos comerciais, foram fechados dezesseis *merchant banks*, cinco *securities companies*, quatro seguradoras e dois fundos de investimentos. Seis bancos foram fundidos em três, enquanto outros dois tiveram suas vendas a investidores estrangeiros anunciadas. Adicionalmente, recursos fiscais foram usados para aquisição de empréstimos inadimplentes, aplicando-se como contrapartida os princípios de “divisão dos encargos” (*burden sharing*), tais como redução no valor do capital de acionistas e planos de saneamento.

As reformas estão longe do fim, assim como a herança de fragilidade financeira privada exigirá tempo para ser superada. O colapso da Daewoo

em 1999 e as turbulências entre a Hyundai e seus credores, em 2000, ilustram o caráter ainda inacabado da resolução da crise. Particularmente no lado corporativo e na intermediação financeira não-bancária.

A posição do risco soberano de crédito voltou ao patamar prévio ao *downgrading* em 1997. A diferenciação – ofuscada durante a crise asiática – entre o grau de desenvolvimento econômico coreano e o das outras quatro economias, começa a retomar sua nitidez, ao se observar as diferenças na recuperação e nas reformas.

As exportações e as políticas públicas também têm sido fatores relevantes para explicar o quadro pós-crise nas demais economias. Políticas fiscais expansionistas, como reflexo das políticas de reparo dos sistemas financeiros e de atenuação dos impactos sociais da crise, manifestaram-se na mudança de superávits fiscais para déficits. Na Tailândia, o déficit orçamentário passou de praticamente zero em 1997 para 7% do PIB em 2000, enquanto a razão dívida pública/PIB aumentava de 27% para 66% no período. Na Indonésia, por seu turno, a elevação neste segundo índice foi de menos de 25% em 1996 para mais de 90% em 2000.

Ocorreu nestes países também, em certa medida, a limpeza de balanços. Empréstimos inadimplentes foram retirados de carteira nos bancos, mediante aquisição pelos governos ou absorção por compradores privados. Além disso, tomadores e emprestadores de recursos foram postos a negociar reestruturações de dívidas existentes. Na Tailândia, mais de US\$ 7 bilhões foram injetados nos bancos até o final de 2000. Por outro lado, tanto em termos do saneamento patrimonial de intermediários financeiros e das corporações, quanto das reformas institucionais, os analistas observam graus de menor profundidade nos casos dos quatro “tigrinhos” – além da turbulência política na Indonésia e nas Filipinas.

Neste início de 2001, os riscos maiores para a recuperação vêm da desaceleração no crescimento norte-americano e da continuidade da depressão japonesa, dado o papel central cumprido pelas exportações, além do contágio sobre a confiança dos investidores, proveniente das crises da Turquia e da Argentina.

Na Ásia não-japonesa, as exportações correspondem atualmente a 37% do PIB regional. Além disso, a concentração da inserção local está

nos setores de tecnologia cuja retração de demanda está no núcleo da desaceleração norte-americana. Na Malásia, por exemplo, 80% das exportações para os EUA são de produtos associados às Tecnologias de Informação. Mas todas as cinco economias compartilham tal vulnerabilidade.

A diferença crucial em relação ao quadro pré-crise de 1997-98 está nos índices de vulnerabilidade financeira destacados no item 1 deste texto. Ainda que a quantidade de “ativos podres” permaneça grande nos balanços, caíram sensivelmente, desde o início da crise, os descompassos entre ativos e passivos, tanto no tocante às moedas de sua denominação quanto a seus prazos. Por seu turno, os saldos em conta corrente dos balanços de pagamentos e a recomposição de reservas eliminaram o descompasso entre dívidas externas de curto prazo e reservas.

Portanto, embora não se deva descartar a possibilidade de novas turbulências advindas da queda no ritmo das exportações, por outro lado, há um quadro de menor vulnerabilidade financeira – particularmente no caso coreano. Eventualmente, o desdobramento pode vir a ser uma redução nas taxas de crescimento, em relação às taxas históricas, mas é pouco provável que se repitam a profundidade e o contágio presentes em 1997-98.

Para finalizar, vale observar que, no início de maio de 2000, três anos após o primeiro ataque especulativo contra o baht tailandês, China, Japão, Coréia do Sul e as economias do sudeste asiático acordaram estender multilateralmente uma rede de *swaps* de moedas, através da qual todos eventualmente poderão contar com as reservas acima de US\$ 300 bilhões do Japão e US\$ 160 bilhões da China. A “crise do FMI”, como foi chamada na região a experiência de 1997-98, pode ter resultado no embrião do FMI asiático ou de outras iniciativas de cooperação regional (BERGSTEN, 2000).

A este respeito, inclusive, não se devem ignorar possíveis mudanças em curso no quadro geopolítico e econômico na região:

Os EUA foram o destino de um quarto das exportações asiáticas em 2000. Essas vendas foram puxadas pelo crescimento de 25% nos gastos das empresas norte-americanas em produtos de informática, com produtos associados às TI hoje perfazendo mais de 50% da pauta da Coréia e de Taiwan.

Neste ano, com o encolhimento da aquisição de itens de informática pelas firmas dos EUA, as vendas externas asiáticas despencaram. Nos doze meses findos em março, as exportações totais caíram 11,3% em Taiwan e 10% na Tailândia e na Coreia. No primeiro trimestre, essas economias mostraram taxas de crescimento acentuadamente mais baixas que as do ano passado. A Malásia chegou a apresentar queda anualizada de 3,7% no PIB. No Japão, não bastassem os problemas patrimoniais e a estagnação dos gastos domésticos privados, houve uma redução de 20,6% no saldo comercial entre março de 2000 e o deste ano.

Afinal, na base do milagre asiático esteve, desde a década de 1980, uma “rede de produção regional internacionalizada”, com foco na integração produtiva e exportação, para o ocidente, de ramos metal-mecânicos com dinamismo tecnológico e de mercado (eletrônica e automobilística). A imagem preferida na época era a de uma revoada de gansos, liderada pelo Japão através da tecnologia e de marcas globais. Na segunda fileira, os tigres coreano e taiwanês ofereciam sua capacidade de produzir em massa a baixo custo, combinando mão-de-obra qualificada e custos de capital baratos, além de boa gestão manufatureira. Tigrinhos como Malásia, Indonésia, Tailândia e Filipinas se encarregavam dos segmentos intensivos em mão-de-obra menos qualificada (CANUTO, 1994a).

A rigor, a harmonia no bando de gansos não era perfeita. A Coreia sempre teve a ambição manifesta de alcançar o líder, desafiando a posição deste em segmentos mais nobres. Por seu turno, os tigrinhos também tinham planos de avançar na fileira. A valorização do iene facilitou as ambições dos retardatários, além do fato de que o dinamismo do esquadro comum – o mercado norte-americano – permitia a fuga para a frente dos gansos em conjunto. Até agora, pelo menos.

E a China? A redução prevista para o crescimento do PIB será relativamente leve, de 8% em 2000 para 7% este ano. Como menos de 30% de suas exportações são de produtos das TI, tem sido menor o impacto da virada no ciclo da “nova economia”.

A novidade tem sido a explosão do comércio entre a China e o Japão. Mantido o ritmo atual, de aumento de 10% ao ano, em um decênio tornar-se-ão os maiores mercados recíprocos, em lugar dos EUA. E para

além de alguma busca de bens mais baratos por trabalhadores japoneses empobrecidos, há razões de fundo para a possibilidade.

Há uma complementaridade. O Japão poderá encontrar um escoadouro gigante para bens de capital, partes e equipamentos dos ramos da eletrônica e automobilística. Além disso, a avidez por crescimento na China combina com a necessidade de melhorar a taxa de retorno dos ativos das estruturas patrimoniais japonesas e de sua população em envelhecimento e com poupança acumulada.

E quanto aos demais gansos? As exportações chinesas já haviam constituído, antes de 1997, um dos choques externos aos tigrinhos parcialmente responsáveis por sua crise, conforme observamos. Agora, Coreia e Taiwan (respectivamente, 47 e 22 milhões de habitantes e US\$ 8.700 e US\$ 13.000 de renda *per capita*) poderão defrontar-se com a escala potencial e o baixo custo da zona costeira chinesa (490 milhões de habitantes e US\$ 1.700 *per capita*).

Neste contexto, as iniciativas na área da cooperação monetária entre China, Japão, Coreia do Sul e as economias do sudeste asiático se inscrevem aparentemente em um processo de reordenamento econômico e geopolítico na região, com estreitamento de laços e estabelecimento de mecanismos de proteção contra choques financeiros externos. Em CANUTO (1994a), observamos que a China poderia ser um escoadouro para facilitar a reconversão para dentro da máquina exportadora regional. Faltou prever que, antes, os tigres tinham de ser domesticados. Não admira que o governo americano de Bush esteja nervoso com a Ásia e relembando as necessidades de segurança militar da região.

### ***Referências bibliográficas***

- BERGSTEN, F. (2000). *The new Asian challenge*. Institute for International Economics, working paper 00-4, March.
- CANUTO, O. (1993). “Aprendizado tecnológico na industrialização tardia”, *Economia e sociedade*, n. 2, ago., pp. 171-189.
- \_\_\_\_ (1994a). *Brasil e Coreia do Sul: os (des)caminhos da industrialização tardia*. São Paulo: Nobel.

- \_\_\_\_ (1994b). “O padrão de financiamento na industrialização coreana”, *Revista de Economia Política*, v. 14, n. 3 (55), jul.-set., pp. 5-19.
- \_\_\_\_ (2000a). “A crise financeira japonesa”, in Oliveira, A.P. et alii, *Dissonâncias sino-japonesas diante da crise financeira asiática*. Coleção Documentos, Série Assuntos Internacionais, n.57, IEA-USP, jul., pp. 14-28.
- \_\_\_\_ (2000b). “A profilaxia da rede de segurança financeira global”, *Valor Econômico*, 18 jul.
- \_\_\_\_ (2000c). “Regimes de política monetária em economias abertas”, in Fontes, R. & Arbex, M. A. (orgs.), *Economia aberta: ensaios sobre fluxos de capitais, câmbio e exportações*. Viçosa: UFV, pp. 181-212.
- \_\_\_\_ (2001). “Regímenes de política monetaria en economías abiertas”, *Momento Econômico*, n. 114, mar.-abr., pp. 48-63.
- CANUTO, O. & LIMA, G.T. (1999a). “Crises bancárias, redes de segurança financeira e regimes de *currency board* em economias emergentes”, *Revista Econômica do Nordeste*, v. 30, n. especial, dez., pp. 896-914.
- \_\_\_\_ & \_\_\_\_ (1999b). *Desdobramentos da globalização financeira: regulação substantiva e procedimental*. Texto para discussão 76, IE-Unicamp, jul.
- \_\_\_\_ & \_\_\_\_ (2000). “Regulação bancária no Mercosul”, in Baumann, R. (org.), *Mercosul: avanços e limites da integração*, IPEA/CEPAL, (porvindouro).
- CHANG, R. (1999). “Understanding recent crises in emerging markets”, *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Atlanta, 2º trim., pp. 6-16.
- CHANG, R. & VELASCO, A. (1998a). *Financial fragility and the exchange rate regime*. NBER Working Paper 6469, March.
- \_\_\_\_ & \_\_\_\_ (1998b). *Financial crises in emerging markets*, NBER Working Paper 6606, June.
- \_\_\_\_ & \_\_\_\_ (1998c). *The Asian liquidity crisis*. NBER Working Paper 6796, Nov.
- CHOWDHRY, B. & GOYAL, A. (2000). “Understanding the financial crisis in Asia”, *Pacific-Basin Finance Journal*, v. 8, pp. 135-152.
- CORSETTI, G., PESENTI, P. & ROUBINI, N. (1998). *What caused the Asian currency and financial crisis? I. A macroeconomic overview*, New York University, <http://www.stern.nyu.edu/~nroubini/asia/AsianCrisis.pdf>.

- DEMETRIADIS, P.O. & FATTOUH, B.A. (1999). "The South Korean financial crisis: competing explanations and policy lessons for financial liberalization", *International Affairs*, v. 75, n. 4, Oct., pp. 779-792.
- DOOLEY, M. (1997). *A model of crises in emerging markets*. NBER Working Paper 6300, Dec.
- FURMAN, J. & STIGLITZ, J.E. (1998). "Economic crises: evidence and insights from East Asia", *Brooking Papers on Economic Activity*, n. 2, pp. 1-114.
- HAHM, J-H. & MISHKIN, F.S. (2000). *Causes of the Korean financial crisis: lessons for policy*. NBER Working Paper 7483, Jan.
- ITO, T. (1999). *Capital flows to Asia*. NBER Working Paper 7134, May.
- KAMINSKY, G.; LIZONDO, S. & REINHART, C. (1998). "Leading indicators of currency crises", *IMF Staff Papers* 45, pp. 1-48.
- KRUGMAN, P. (1979). "A model of balance of payments crises", *Journal of Money, Credit, and Banking*, v. 11, n. 3, pp. 311-325.
- \_\_\_\_ (1998). "What happened to Asia?", Working Paper, MIT, Cambridge, Jan. (<http://web.mit.edu/krugman/www/DISINTER.html>).
- \_\_\_\_ (1999). "Balance sheets, the transfer problem, and financial crises", Working Paper, MIT, Cambridge.
- OBSTFELD (1994). "The logic of currency crises", *Cahiers Economiques et Monétaires*, n. 43, pp. 189-213.
- RADELET, S. & SACHS, J. (1998). "The East Asian financial crisis: diagnosis, remedies, prospects", *Brooking Papers on Economic Activity*, n. 1, pp. 1-74.
- TSURU, K. (2000). *Finance and growth: some theoretical considerations, and a review of the empirical literature*, OECD, Economics Department Working Papers n. 228, Jan.
- WHITT, J. (1999). "The role of external shocks in the Asian financial crisis", *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Atlanta, 2º trim., pp. 18-31.