

## Raízes estruturais da crise financeira asiática e o enquadramento da Coreia<sup>1</sup>

---

Carlos Aguiar de Medeiros<sup>2</sup>

### Introdução

A crise financeira que em 1997 atingiu profundamente as economias da Tailândia, Indonésia, Malásia, Filipinas e Coreia, colocando em pânico os mercados mundiais, foi acompanhada por uma grande perplexidade. Não se trata apenas do fato de não ter sido antecipada por instituições mundiais como o FMI, BIRD ou regionais como o *Asian Development Bank*. Também a crise externa da América Latina dos anos 80 não foi antecipada por estes organismos, tampouco a crise mexicana de 1994 foi antecipada. A perplexidade está em seu entendimento.

Afinal, relatórios seguidos do BIRD afirmaram *ad nauseum* a presença nas últimas décadas entre os países asiáticos, precisamente estes ao lado de Formosa e Cingapura, de uma estratégia *market friendly* caracterizada pela adoção de “saudáveis” políticas macroeconômicas, um genuíno esforço de desenvolvimento baseado na poupança interna e na educação e um apurado sistema de *checks and balances* na relação entre o setor público e o setor privado.<sup>3</sup> Este modelo que, segundo o BIRD, era responsável pela alta performance asiática, contrastava fortemente em todos os seus fundamentos com o vigente na América Latina com a possível exceção do Chile. Distante do pensamento dominante, economistas estruturalistas apontavam a coordenação dos investimentos, as relações cooperativas nos mercados, os sistemas nacionais de inovação, característicos de economias como a Coreia, Formosa e Japão, como os fatores determinantes da superior performance destas economias.<sup>4</sup>

A crise financeira destes países bem como os planos de socorro financeiro administrado pelo FMI revelaram, segundo a opinião hoje dominante na imprensa especializada, uma realidade toda oposta: a via asiática era, na verdade, a de um *crony capitalism* e neste, tal como nas análises sobre os ex-países socialistas, a existência de um *soft budget constraint* empurrou as economias asiáticas para um excessivo endividamento e posterior inadimplência de bancos e empresas.

Com efeito, o elemento comum aos diagnósticos do FMI sobre Tailândia, Indonésia e Coreia é o reconhecimento que as características do setor financeiro e

---

(1) Esta pesquisa conta com apoio do CNPq.

(2) Gostaria de agradecer a Luiz Daniel Willcox de Souza e Maria Mello de Malta pela elaboração dos gráficos e tabelas deste trabalho.

(3) Ver *World Bank* (1993).

(4) Ver Amsden (1994).

suas relações com as empresas e governo como as que prevaleceram nestes países, foram os determinantes principais da crise de endividamento. A base estrutural dos atuais planos de saída da crise, explícita nos programas financeiros geridos pelo FMI, é a liberalização e desregulamentação do setor financeiro.<sup>5</sup>

No caso da Coreia esta interpretação segue, inclusive na terminologia, o programa do *Structural Impediment Initiative* que caracterizou as conversações dos Estados Unidos com o Japão em 1989: segundo o diagnóstico americano, o principal obstáculo a uma maior abertura da economia japonesa era a estrutura cruzada de investimentos e compras do *keiretsu*.<sup>6</sup> Também no plano atual de resgate financeiro da Coreia, as relações historicamente construídas entre bancos, governo e conglomerados são consideradas como os impedimentos estruturais que precisam ser removidos.<sup>7</sup>

Como reconhecem diversos analistas, não há consenso, mesmo entre economistas do *mainstream*, sobre a política de ajuste macroeconômico e as condicionalidades estabelecidas pelo FMI. Para muitos, entre os quais Akyüz (1998) e Chang (1998),<sup>8</sup> o viés deflacionista e a dura compressão do crédito condicionados à política de ajuda externa têm conduzido a uma depressão inteiramente desproporcional aos fundamentos da crise. Akyüz (1998) argumenta ainda que as condicionalidades, além de abusivas, foram promovidas por interesses bilaterais dos países desenvolvidos sem qualquer relação direta com a crise.

A predominância de aspectos políticos e ideológicos neste movimento de convergência institucional, como o que vem ocorrendo em escala mundial, é inegável. Ontem na América Latina e hoje na Ásia a crise externa das economias periféricas resulta em mais – e não menos como no passado – abertura comercial, maior desregulação financeira e menor controle do estado sobre a economia.<sup>9</sup>

---

(5) A ênfase dos acordos assinados pela Coreia (US\$ 58,2 bilhões), Indonésia (US\$ 36,6 bilhões), Tailândia (US\$ 17,1 bilhões) é posta na reforma do setor financeiro, privatização, liberalização do comércio e ajuste fiscal, abertura da conta capital do balanço de pagamentos e, no caso da Coreia, reforma do mercado de trabalho.

(6) As conversações do SII começaram em 1989 como uma forma de evitar a utilização da *Super-301* contra o Japão. “*The talks were comprehensive, covering macroeconomic issues such as savings and investment patterns, together with micro issues such as land policy and the distribution system. They were structure oriented in that they proposed amendment of the Anti-Monopoly Act, the Large-scale Retail Store Law, and the laws governing the trucking business. They were behavior oriented in dealing with the removal of exclusionary business practises and the reforms to make the keiretsu relationships more open and transparent.*” (Kosai, 1996: 211).

(7) As relações estreitas entre bancos e conglomerados foram consideradas no programa de apoio do FMI um determinante essencial da crise financeira coreana. É explicitamente recomendado o desmantelamento destas conexões e a contratação de auditorias externas.

(8) Ver Akyüz (1998) e Chang (1997).

(9) Comentando a onda de liberalização financeira ocorrida recentemente entre os países em desenvolvimento, Haggard & Maxfield (1996) observaram que “*At first blush, this argument appears counterintuitive; we might expect, rather, that international shocks would be associated with a movement towards closure. Yet the International Monetary Fund (IMF) reports that from 1985-90 – a period of profound balance of payments difficulties for much of the Third World – the number of liberalizing measures taken by all developing countries with respect to the capital account not only consistently exceeded the number of tightening measures, but it increased dramatically over the period: from 22 in 1985, to a peak of 62 in 1988 before falling 49 in 1990*” (p. 211).

Como uma via de desenvolvimento tão exitosa e celebrada como *market friendly* foi tão duramente atingida e tão rapidamente passou a ser criticada como a de um *crony capitalism*?

Para um economista “neoclássico heterodoxo” como Krugman (1998), o espetacular crescimento das economias asiáticas não passava de uma previsível trajetória de acumulação de capital em economias atrasadas. Uma combinação de rendimentos decrescentes e falhas de mercado teria levado à redução da lucratividade e ao superendividamento.<sup>10</sup>

Segundo Chang (1997) a crise financeira na Coreia deve-se integralmente às opções de política econômica do governo. Uma mistura de valorização cambial, liberalização financeira de fato, ao lado da decisão do último governo de descontinuar a política de coordenação e regulação dos investimentos que historicamente caracterizou a política industrial na Coreia. Estas políticas teriam resultado no superendividamento da economia e no excesso de capacidade de diversos setores industriais.

Propõe-se neste texto que importantes mudanças ocorreram entre 1995 e 1997 na dinâmica do crescimento regional asiático resultando numa maior fragilidade financeira externa. Com a nova paridade entre o dólar e o iene estabelecida em 1995, com a parcial liberalização financeira e valorização cambial que se generalizou entre os países da ASEAN-4 e na Coreia, interrompeu-se em alguns países a macroeconomia do desenvolvimento regional criada em 1985. No caso dos países da ASEAN-4 um aspecto central foi a redução do investimento direto japonês como componente estratégico do financiamento externo destas economias. A meteórica expansão da China como receptora de investimentos e exportadora de manufaturados deprimiu, nos últimos anos, a competitividade não apenas dos países da ASEAN-4 mas também da Coreia, esta última comprimida entre o seu crescente déficit com o Japão e sua decrescente presença no mercado americano.

Da mesma forma que o “milagre asiático” – o excepcional desempenho destas economias nos anos 80 e primeira metade dos anos 90 – não foi uma coleção de milagres, mas um fenômeno regional, como se sustentou em outro texto,<sup>11</sup> argumenta-se aqui que a exaustão do dinamismo dos investimentos e comércio regional baseada na divisão do trabalho construída pelo Japão nos anos 80 e voltada ao mercado americano, enquanto “consumidor de última instância”, está na base da fragilidade financeira externa de alguns países asiáticos.

Como procurar-se-á argumentar na próxima seção, embora a fragilidade financeira externa seja a base estrutural da crise, esta não pode ser reduzida apenas àquela. Do mesmo modo, como procurar-se-á comentar ao final deste texto – uma vez analisada a fragilidade financeira externa na seção seguinte – as

---

(10) Krugman segue, como sempre, Solow em sua análise de longo prazo. Ver Krugman (1998).

(11) Ver Medeiros (1997).

reformas estruturais impostas na Coréia como condição à liberalização de recursos do FMI, extrapolam a natureza e os fatores determinantes da crise. Ressalta-se aqui a importância de fatores geopolíticos para o entendimento desta inflexão no padrão de crescimento das economias asiáticas.

### **1. Crise financeira, crise cambial**

Akyüz (1998) sublinha corretamente que nos países periféricos, as crises financeiras não raro desembocam em crises cambiais e, do mesmo modo, as crises cambiais resultam em crises financeiras. Esta via de mão dupla não necessariamente ocorre entre os países desenvolvidos devido a menor fragilidade financeira e maior sustentação de suas moedas por parte das autoridades monetárias.<sup>12</sup>

O que chama atenção no caso asiático é o fato de ter atingido intensa e simultaneamente economias que de comum possuíam um alto dinamismo e um determinado tipo de inserção internacional. É interessante notar, como se depreende da Tabela 1, a ausência, entre os países asiáticos que sofreram ataques especulativos, de fatos espetaculares no setor externo – sobretudo quando se tem em mente a realidade latino-americana dos anos 90 – que tivessem provocado um colapso abrupto nos indicadores de risco. No entanto, como será analisado em seguida, já era visível a maior fragilidade externa destas economias tendo em vista a rapidez do endividamento externo de curto prazo, particularmente acentuado na Coréia e a ampliação do coeficiente de importações.

Tem sido comum no caso da crise recente da Ásia a hipótese de que a crise cambial teria sido precedida e determinada por uma crise financeira<sup>13</sup> baseada na valorização de ativos, alavancagem especulativa de créditos e aumento da fragilidade das empresas e bancos. Em condições de reduzido controle sobre os fluxos de capitais, a especulação contra a moeda é o desaguadouro inevitável deste processo. Nestes termos, a crise das economias asiáticas decorreria essencialmente dos processos caóticos decorrentes da globalização financeira em economias com moedas instáveis com elevado grau de autonomia dos fundamentos macroeconômicos.<sup>14</sup>

---

(12) Nos países periféricos em geral, o predomínio de investidores estrangeiros no mercado de títulos vincula diretamente o mercado de capitais com o cambial. Nos países asiáticos aqui considerados esta possibilidade deve ser considerada com cautela tendo em vista o controle majoritariamente nacional dos investimentos financeiros.

(13) Ver a respeito Akyüz (1998), Krugman (1998) e Fisher (1998).

(14) Para uma resenha das diferentes posições ver Cunha (1998).

Tabela 1  
Tailândia, Coréia e Indonésia: indicadores selecionados

Tailândia	1995	1996	1997
PIB	8,7	5,5	-0,4
Índice de Preço (% do PIB)	7,1	4,8	7,7
Balanço do S. Público*	2,5	2,4	-1,0
Balança de Transações Correntes <sup>(1)</sup> (bilhões de US\$)	-8,0	-8,1	-2,0
Dívida Externa	82,6	90,6	91,8
Coréia	1995	1996	1997
PIB	8,9	7,1	5,5
Índice de Preço (% do PIB)	4,7	4,9	6,6
Balanço do S. Público <sup>(1)</sup>	0,3	0,3	-0,4
Balança de Transações Correntes <sup>(1)</sup> (bilhões de US\$)	-2,0	-4,9	-2,0
Dívida Externa	-	160,7	154,4
Indonésia	1995	1996	1997
PIB	8,2	8,0	4,6
Índice de Preço (% do PIB)	9,2	5,3	38,4
Balanço do S. Público <sup>(1)</sup>	0,9	1,2	0,8
Balança de Transações Correntes <sup>(1)</sup> (bilhões de US\$)	-3,2	-3,3	-1,2
Dívida Externa	106,5	113,3	119,6

<sup>(1)</sup> números negativos significam déficits nas contas referidas

Fonte: IFS – *Yearbook* (1997).

A distinção entre crise financeira e crise cambial parece nos casos das economias periféricas ser de escasso interesse. As crises nos países de moeda fraca possuem, contemporaneamente, esta forma. No entanto, a experiência histórica sugere que o colapso cambial provocado pela especulação financeira ocorre a partir de uma deterioração do padrão de financiamento externo. Como lembra Akyüz, tanto nos países do Cone Sul no final dos anos 70 quanto nos países asiáticos de hoje houve uma trajetória comum: um irrestrito acesso do setor privado ao financiamento externo de curto prazo, apreciação da taxa de câmbio e desregulamentação dos mecanismos de controle sobre os fluxos de capitais. Tanto nos anos 80 no Cone Sul quanto em 1996 e 1997 nos países da ASEAN-4 e na Coréia, formaram-se bolhas especulativas com títulos, créditos e empreendimentos imobiliários (estes últimos foram muito mais importantes na Ásia do que na América Latina) em consequência da maior liberalização financeira e abundância de capitais, contagiando o mercado monetário e cambial. No entanto, no caso latino-americano do início da década, foram a exógena e violenta mudança nas taxas de juros internacionais, a contração abrupta no financiamento internacional e a deterioração dos termos de troca que efetivamente impuseram severa crise cambial. A crise no Cone Sul ocorreu quando se superpôs uma crise no acesso ao financiamento internacional a uma trajetória de endividamento especulativo e, portanto, de fragilização dos passivos das empresas e bancos. Na Ásia pode-se argumentar que nenhuma mudança

exógena comparável aconteceu. Neste sentido a comparação relevante é com o México de 1994.

A comparação com a crise mexicana de 1994 é pertinente e ilustra o ponto. De fato, a combinação de valorização da taxa de câmbio, livre conversibilidade, elevado endividamento privado e investimentos externos nos setores de *non tradeables* ocorreu no México.<sup>15</sup> Como na Ásia, nenhuma mudança exógena ocorreu e o componente especulativo interno e as opções de política econômica na área cambial pareceram explicar exaustivamente a crise. Em condições de alta fragilidade externa e volatilidade de capitais de curto prazo, uma mudança na política cambial tal como a que ocorreu em fins de 1994 disparou as movidas especulativas que derrubaram as reservas do Banco do México.<sup>16</sup> Do mesmo modo, o anúncio de uma desvalorização do *baht* tailandês contra o dólar disparou em junho de 1997 a crise cambial desta moeda.

Na ausência de uma situação de fragilidade externa, as crises financeiras possuem muito menor impacto. Assim, por exemplo, houve na Coreia em 1988 e 1989 intensa atividade especulativa sem que esta tivesse provocado maior contágio com o mercado cambial. Em 1997, a crise da bolsa de valores de Hong Kong e Cingapura levou a quedas acentuadas nas ações sem que estas tivessem resultado em desvalorização de suas moedas. Já na Tailândia, Malásia, Indonésia, Coreia e Filipinas imediatamente à desvalorização abrupta e muito intensa das ações, seguiu-se uma queda proporcional na taxa de câmbio.

A liberalização e desregulação financeira como as que se desenvolveram de fato na Ásia, explicam a **possibilidade** de formação de bolhas especulativas e permitem compreender por que as medidas de política econômica, uma vez instalada a crise cambial, tornam-se frágeis. No entanto, é através de sua influência sobre as taxas de câmbio e sobre o padrão de financiamento externo das economias que os seus efeitos mais permanentes se afirmam entre as economias em desenvolvimento.

## 2. A desvalorização do iene e a reversão do padrão de crescimento

### 2.1. Mudanças na dinâmica do financiamento externo

A extraordinária taxa de crescimento das economias asiáticas ocorrida a partir de 1985 baseava-se na montagem pelo Japão e, em menor dimensão pelo 4

---

(15) Na comparação com o México de 1994, deve-se ressaltar que este vinha de uma trajetória de baixo crescimento e crescente endividamento externo. Havia no México pelo tipo de inserção internacional e pelo alinhamento cambial uma restrição externa ao crescimento nada comparável com a situação asiática pré-crise que vinha de taxas de crescimento muito elevadas, ainda que decrescentes.

(16) De acordo com López, "...the crisis was the consequence of the simple unfolding of economic expansion in the context of ever increasing external financial fragility. In other words, even a moderate growth rate, and a unchanged government policy stance, became extremely risky, and actually were not sustainable any longer under the existing institutional framework – i.e. in a financially very open economy – because the danger existed that investors might easily switch from peso-denominated to dollar denominated financial assets." (Lopez, 1997: 170).

“tigres” (Hong Kong, Cingapura, Coréia e Formosa) de um bloco de investimentos e comércio entre os países do sudeste asiático envolvendo, em particular, a Tailândia, a Malásia, a Indonésia, as Filipinas (ASEAN-4) e a China.<sup>17</sup> Estes países inseriram-se rapidamente na economia mundial como exportadores de bens manufaturados de baixo valor unitário e receptores de elevados fluxos de investimento estrangeiro, em particular egressos do Japão, que afirmou-se, no final dos anos 80, como o maior investidor internacional. Sob intensa pressão comercial dos Estados Unidos – devido ao seu insólito superávit comercial – o Japão é forçado no Acordo do Plaza em 1985, a aceitar uma elevada valorização do iene em relação ao dólar. Como reação à perda de competitividade de suas exportações e buscando beneficiar-se do elevado poder de compra de sua moeda, o Japão e, posteriormente, os 4 “tigres” deslocam para os países asiáticos de menor grau de desenvolvimento e elevado câmbio real, manufaturas intensivas em mão-de-obra de bens de baixo valor unitário. Por outro lado, ampliam numa grande extensão as redes de subcontratação construídas historicamente pelas grandes *tradings* japonesas. O dinamismo das exportações dos “gansos voadores”, como de resto dos demais países dinâmicos da Ásia, baseou-se em ampla penetração no mercado americano.<sup>18</sup>

Se os Estados Unidos assumiram a função histórica de principal mercado para as manufaturas de baixo valor unitário e, no caso dos “tigres”, de manufaturas de maior valor, o Japão afirmou-se como o maior fornecedor de bens de capital para a região. O fato notável é que se até 1985, o comércio regional possuía um dinamismo localizado – como o existente entre Hong Kong e China – e especializado – as exportações de petróleo da Indonésia para o Japão – a partir de 1985, o comércio regional cresceu a taxas espetaculares. Esta expansão acelerada possuía como característica um elevado e crescente déficit comercial dos “gansos” com o Japão, e eram o superávit com os Estados Unidos e a expansão dos fluxos de investimento externo direto (IDE) japoneses que permitiam um espetacular dinamismo de economias puxadas pelos investimentos e exportações.<sup>19</sup>

Com a insólita valorização do iene em relação ao dólar no final da década de 80 e com as demais moedas atreladas ao dólar, os fluxos de IDE oriundos do Japão atingem o seu clímax, como pode ser visto no Gráfico 1. Com a taxa de câmbio vigente, as receitas decorrentes dos investimentos em dólar são reinvestidas – em particular nas indústrias exportadoras asiáticas – e ocorre no Japão uma variação negativa no saldo de serviços de fatores.

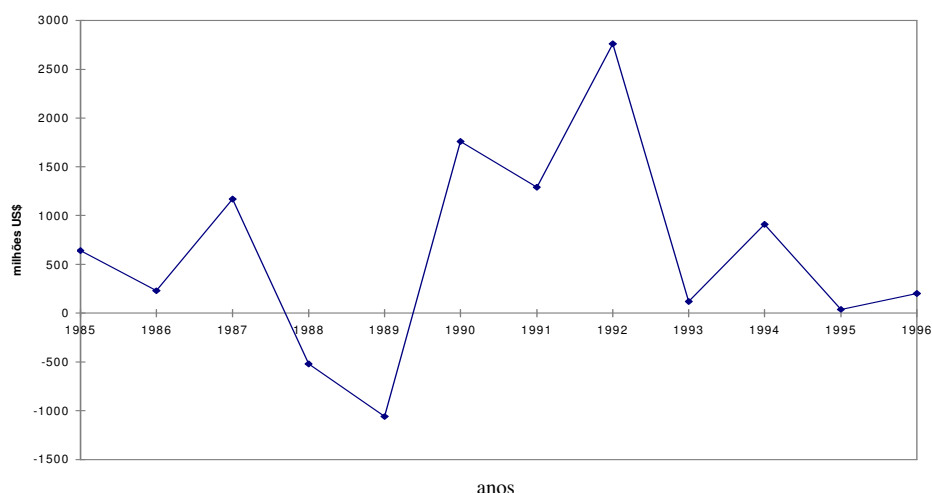
---

(17) Para uma análise desta dinâmica ver Medeiros (1997).

(18) Devido às características históricas da sua economia, o Japão jamais exerceu na região um papel de locomotiva como a que a Inglaterra exerceu sobre sua periferia no século XIX. Coube aos Estados Unidos ocupar historicamente esta função. A abertura do mercado interno americano às economias asiáticas – no contexto político da guerra fria – foi o principal mecanismo indutor do desenvolvimento asiático e principal instrumento de pressão dos Estados Unidos sobre as economias da região. De forma progressiva foi se afirmando nos Estados Unidos uma complementaridade do seu mercado interno com as exportações asiáticas de produtos industriais de baixo valor unitário.

(19) Segundo dados da UNCTAD, na Malásia e Indonésia, mais de 40% das exportações originam-se de investimento estrangeiro. Segundo avaliação do MITI, o estoque de investimento japonês no sudeste asiático é de US\$ 48 bilhões.

Gráfico 1  
Evolução do FDI *outflow* Japão 1985/96



Fonte: IFS – *Yearbook* (1997).

Muito embora a valorização do *uon* não tenha sido comparável à do iene, ela se afirma em 1988 e, do mesmo modo que o Japão, a Coréia passa a sofrer fortes pressões comerciais para abrir sua economia. É neste contexto que começa a se afirmar entre as principais economias asiáticas como o Japão, os “gansos” e a China, um movimento de abertura comercial e financeira.<sup>20</sup>

Em 1993, já são visíveis algumas transformações no padrão de investimento e financiamento nas economias asiáticas que se impuseram como consequência do primeiro *endaka*. Poder-se-iam destacar os seguintes movimentos:

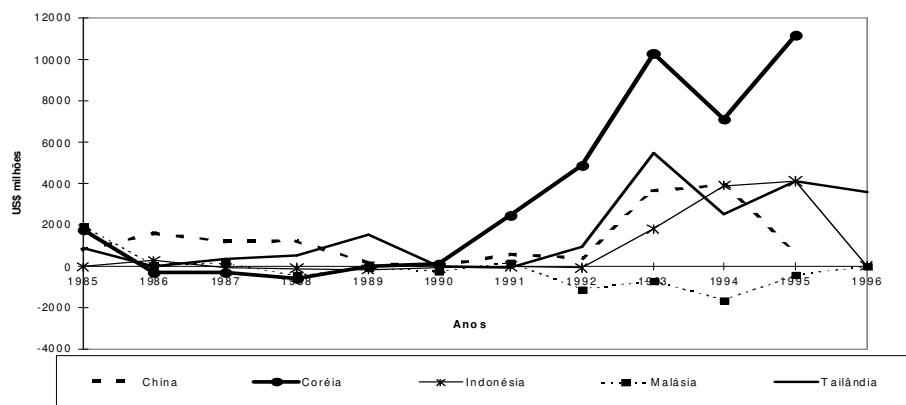
- no caso da Coréia e Tailândia houve uma forte expansão nos investimentos de porta-fólio (IP) e no financiamento externo ao setor privado como pode ser visto no Gráfico 2;
- uma contração dos fluxos de IDE oriundos do Japão, e dos fluxos de investimento externos recebidos pela Tailândia, Malásia e Indonésia;
- forte expansão de investimentos imobiliários especulativos;

Estes movimentos serão fortemente acentuados a partir de 1995 em função da desvalorização do iene em relação ao dólar e da indexação das moedas regionais a esta última.

(20) Sob a ameaça de fechamento do seu mercado interno às economias da região – o principal mecanismo de pressão dos Estados Unidos desde o pós-guerra – espalhou-se na Ásia amplo movimento de abertura financeira e comercial e, como resultado da abundante liquidez internacional, valorização de suas moedas em relação ao dólar. Ver à frente.



Gráfico 2  
Obrigações de porta-fólio



Fonte: IFS – Yearbook (1997).

É importante considerar as mudanças no padrão de financiamento externo destas economias no contexto macroeconômico nos anos 90. O início dos anos 90 testemunhou tanto no Japão, como na Coréia, Tailândia, Indonésia e Malásia uma desaceleração nas taxas de crescimento econômico. Com a retomada do crescimento econômico em 1993, o coeficiente de importações destes países aumentou significativamente nos anos subsequentes.

No caso dos “gansos”, este coeficiente já era muito elevado e correspondia à própria natureza dos investimentos altamente intensiva em importações. No entanto, a partir de 1993 este coeficiente aumentou de forma generalizada. Assim, por exemplo na Coréia, o coeficiente de importações passou de 35% em 1993 para 50% em 1996 como pode ser visto no Gráfico 3. Por outro lado, as taxas de crescimento das exportações destes países embora estivessem situadas em níveis bastante elevados sob qualquer critério de comparação internacional, ainda assim ficaram bem abaixo das de importações.

Ao mesmo tempo, em 1993, o influxo de investimentos de porta-fólio afirma-se na maioria dos países situando-se em níveis elevados e crescentes.

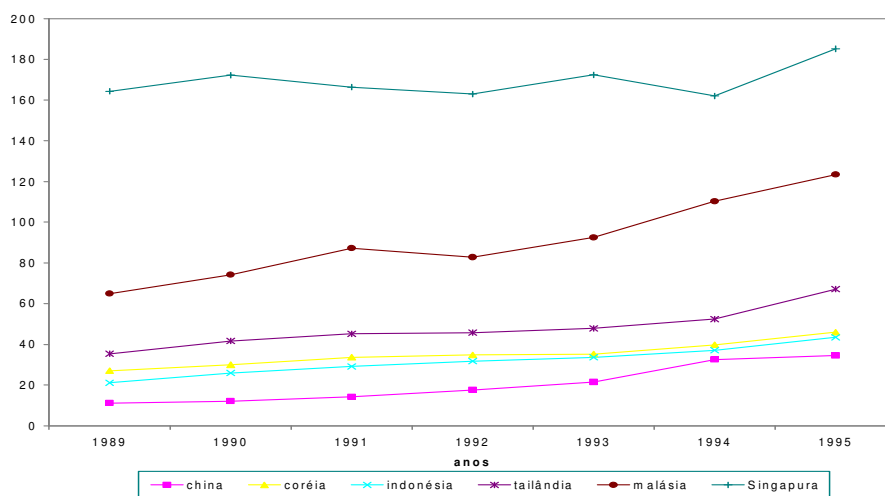
Destes movimentos a China diverge fortemente. Houve intenso crescimento das importações, mas estas vinham de níveis muito mais baixos do que as exportações. Em 1994, com a desvalorização do iuane em relação ao dólar,<sup>21</sup> a taxa de exportação acelera-se muito à frente da taxa de importações. Por outro lado, o que caracteriza o financiamento externo da economia chinesa nestes anos é que os ingressos de IDE atingiram níveis excepcionalmente altos sem que tenha havido qualquer alteração significativa nos investimentos de porta-fólio (IP).

Com a desvalorização do iene em relação ao dólar em 1995 e com a manutenção da paridade das moedas da ASEAN-4 e da Coréia em relação ao

(21) A China desvalorizou no início de 1994 em cerca de 35% sua taxa oficial contra o dólar além de uma redução fiscal de 17% para os exportadores. Ver discussão à frente.

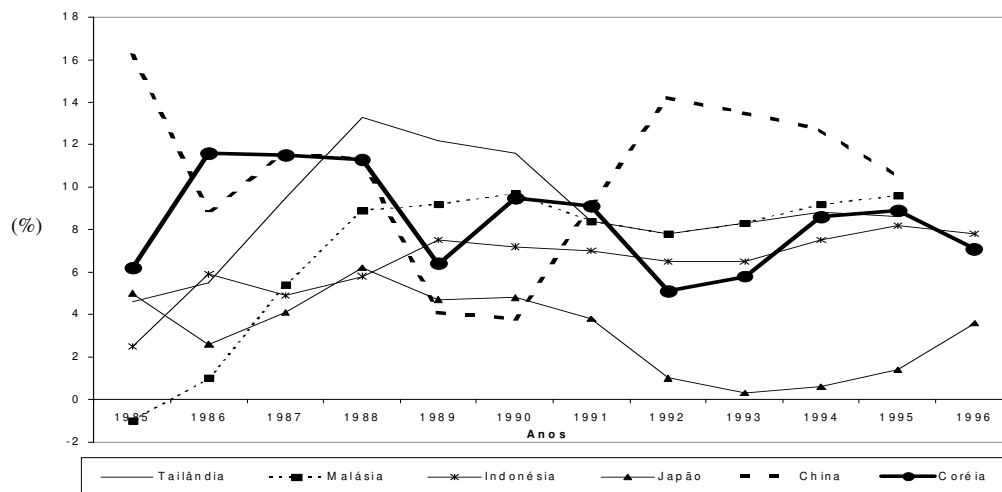
dólar e o iuane desvalorizado – (ver Gráfico 5) – estes movimentos foram fortemente acentuados.

Gráfico 3  
Coeficiente de importação, 1989/95



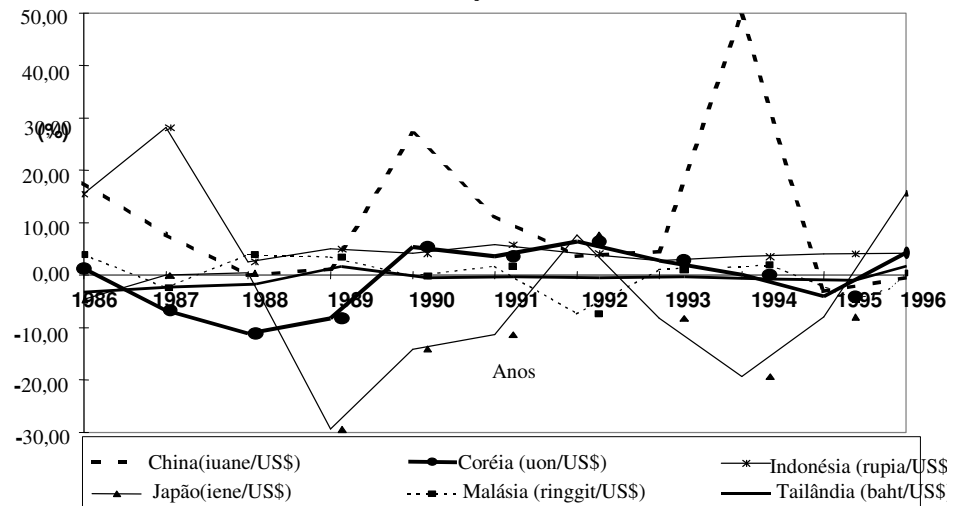
Fonte: IFS – Yearbook (1997).

Gráfico 4  
Taxa de variação do PIB em dólares a preços constantes – 1990



Fonte: IFS – Yearbook 1997

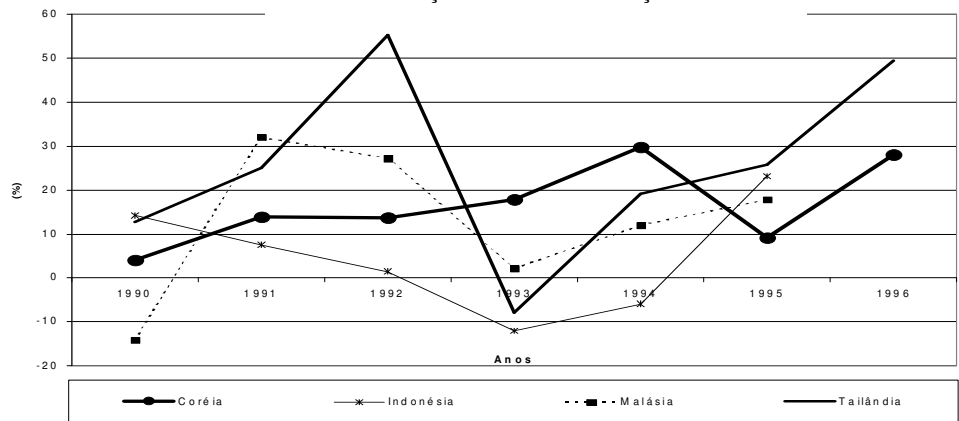
Gráfico 5  
Taxa de variação de câmbio



Fonte: IFS – Yearbook (1997).

A lenta mas visível recuperação do crescimento no Japão entre 1995 e 1997, ao tempo em que ocorria desaceleração do crescimento nas demais economias, se fez acompanhar de acentuada recuperação no superávit da conta de serviços de fatores do balanço de pagamentos. Simetricamente, nos países da ASEAN-4 e na Coréia, houve abrupta elevação no déficit nos serviços de fatores. Estes dois movimentos simétricos podem ser observados nos Gráficos 6 e 7.

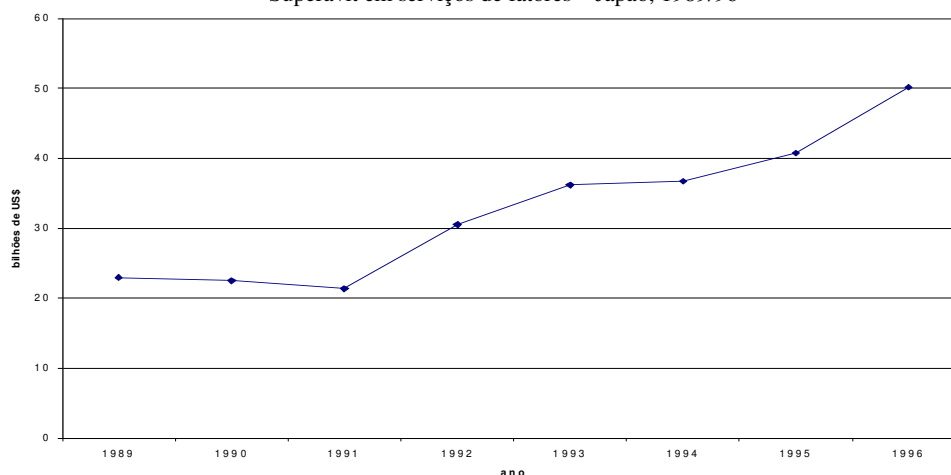
Gráfico 6  
Taxa de variação do déficit em serviços de fatores



Fonte: IFS – Yearbook (1997).

É importante observar o comportamento das firmas japonesas na Ásia. Conforme Relatório do MITI sobre o investimento das empresas japonesas no exterior, as filiais japonesas na Ásia obtiveram em 1995 um verdadeiro boom nos lucros. A margem de lucros sobre as vendas atingiu 4% contra 2,9% no Japão, e a parcela da produção no exterior em relação à produção no Japão ultrapassou 25%. A liderança em termos de produção afirmou-se no setor de transportes e nas máquinas elétricas. A China foi de longe o principal destinatário dos investimentos diretos e dos reinvestimentos locais. Houve em contrapartida fechamento de diversas filiais localizadas nos “tigres”, tendo em vista, segundo as respostas consolidadas no relatório, a elevação dos salários e o declínio das vendas ocorridos nestes países. É especialmente importante considerar que, no seu conjunto, as empresas japonesas na Ásia financiaram seu investimento a partir de lucros próprios e empréstimos locais, substituindo os influxos de investimento direto da matriz por reinvestimento.

Gráfico 7  
Superávit em serviços de fatores – Japão, 1989/96



Fonte: IFS – *Yearbook* (1997).

Com efeito, com a nova paridade cambial e excepcional lucratividade das empresas japonesas na Ásia, as rendas decorrentes dos investimentos externos japoneses são transferidas do exterior explicando, pelo menos parcialmente, os movimentos simétricos nos serviços de fatores entre o Japão e os países da ASEAN-4.

A partir de 1995, há significativo declínio do crescimento econômico e das exportações na Ásia. Também caem as importações se bem que de forma menos acentuada, em todos, o coeficiente de importações se amplia. A diminuição do crescimento e do comércio regional afetou – ver próxima seção –

especialmente a Coréia, comprimida entre o seu déficit crescente com o Japão e a extinção, pós-96, do seu superávit com os Estados Unidos.

Do ponto de vista da macroeconomia regional, o fenômeno que se resalta na comparação com a década passada é a combinação, a partir de 1995, da expansão do superávit nos serviços de fatores do Japão com contração dos fluxos saída de IDE; nos países da ASEAN-4 e Coréia, evidencia-se a partir de 1995 e até 1997, expansão do déficit nos serviços de fatores, redução da entrada de IDE e das exportações. Por sua vez, o endividamento externo e os investimentos de porta-fólio passaram a crescer a taxas elevadas nos “gansos voadores” e na Coréia. Se bem que este último movimento não possa ser reduzido a uma consequência do primeiro, é a combinação destes movimentos, induzidos pelo novo alinhamento cambial entre o iene e o dólar, que responde pela deterioração macroeconômica em 1997.

A mudança na paridade entre o iene e o dólar interrompeu – pelo menos provisoriamente – a relação construída pelo Japão entre as variações em seu superávit na balança de transações correntes e a saída de investimentos diretos dirigidos aos países asiáticos. Este nexos tinha por base uma lógica de investimentos e comércio desenvolvida pelas grandes corporações e *tradings* japonesas e que, do ponto de vista dos países recipientes dos investimentos, permitia combinar substituição de importações e expansão das exportações. A expansão da rede de filiais e investimentos baseada na estratégia japonesa de subcontratação começou a operar com menores fluxos líquidos de capital de longo prazo, maior recurso ao crédito e, do ponto de vista do país hospedeiro, maior coeficiente de importações. Quando estas transformações se combinaram com a redução das exportações, as precondições para uma crise financeira especulativa estavam postas.

## **2.2. A valorização cambial e a supremacia do dólar**

A consideração de que a valorização cambial das moedas asiáticas em relação ao dólar ocorrida a partir de 1995 foi um elemento básico da crise financeira de 1997 é comum a diversas abordagens.<sup>22</sup> Apesar deste reconhecimento, não há propriamente uma análise que identifique as razões que levaram o conjunto das economias asiáticas a um mesmo regime cambial baseado na indexação ao dólar. A questão é relevante por três razões principais. Em primeiro lugar, historicamente países como a Coréia deslocaram sua taxa de câmbio para o dólar (segunda metade dos anos 80) ou para o iene (primeira metade dos anos 80) segundo os interesses ditados pelo aumento da

---

(22) Mesmo em abordagens tão diversas como, por exemplo Sugisaki (1998), Akyüz (1998) e Chang (1998).

competitividade das exportações. Os demais países da ASEAN-4 mantiveram desde 1985 taxas de câmbio desvalorizadas em relação ao dólar. A valorização ocorrida a partir de 1995 é portanto uma ruptura com a experiência histórica imediata. Em segundo lugar, ao contrário dos países latino-americanos nos anos 90, a valorização cambial e a indexação ao dólar ocorrida na Ásia não se deram num contexto de políticas de estabilização em economias cronicamente inflacionárias ou à beira da hiperinflação. As economias asiáticas vinham de trajetórias de alto crescimento e baixa inflação. Em terceiro lugar, ressalta-se que com exceção da China, a valorização atingiu simultaneamente as principais moedas da região.

A explicação usual para a valorização das moedas asiáticas em 1995 baseia-se na excessiva oferta de liquidez e na grande expansão de aplicações de curto prazo por parte de investidores internacionais egressos do colapso mexicano de 1994/95.<sup>23</sup> Ainda que esta hipótese seja importante para a análise da valorização das moedas asiáticas, ela deve ser referida a um contexto mais geral.

No caso da Coreia, desde 1988, as pressões americanas visando diminuir o déficit comercial que os Estados Unidos então possuíam com este país vão no sentido de uma maior valorização do *won*. Em geral, nas economias asiáticas a valorização de suas moedas em relação ao iene, a partir de 1995, deve-se à política americana de redução de seu déficit comercial e à supremacia do dólar na região.<sup>24</sup> Com efeito, no início dos anos 90, de acordo com o FMI, as reservas dos países em desenvolvimento denominadas em iene caíram depois de terem atingido seu auge em 1988, e houve forte expansão das reservas em dólares que atingiram, em 1995, 60,5% das reservas destes países.<sup>25</sup> De acordo com os dados do FED (*U.S. Treasury Bulletin*, set. 1996) em 1996 os países asiáticos em conjunto ultrapassaram o Japão na compra de títulos de longo prazo do governo americano. Estas aquisições foram majoritariamente operações de governo.

Este deslocamento de reservas corresponde não apenas à afirmação do mercado americano como principal mercado de venda das manufaturas asiáticas (ver Tabela 2), mas à afirmação do dólar como moeda de referência e meio de pagamento no crescente comércio regional.

Tabela 2  
Balança comercial dos países asiáticos em desenvolvimento com os Estados Unidos e com o Japão  
(em US\$ mil)

	1994	1995	1996
Importações americanas	164,854	190,177	199,678
Exportações americanas	91,832	115,542	119,906
Saldo	72,822	74,635	79,772
Importações japonesas	98,036	124,036	131,695
Exportações Japonesas	158,396	193,411	181,491

(23) Ver Noland (1996).

(24) Como será argumentado à frente, a liberalização financeira era parte essencial desta política.

(25) Ver Nakao (1997).

Saldo	-60,360	-69,375	-49,796
Saldo Total	12,462	5,260	29,976

Fonte: FMI. *Directions of Trade Statistics Yearbook* (1997).

É importante ressaltar dois aspectos. Em primeiro lugar, parcela substancial das importações do Japão é formada por matérias-primas (petróleo em especial oriundo da China e Indonésia) denominadas em dólar. Em segundo lugar, como será examinado na próxima seção, a China vem crescentemente absorvendo as importações americanas; os demais países e a Coréia, em particular, deslocaram-se para o comércio regional, baseado essencialmente no dólar, de forma a financiar o desequilíbrio com o Japão.

Dessa forma, a economia regional construída pela estratégia de investimento das grandes corporações japonesas tornou-se crescentemente dependente da moeda americana.

### 2.3. A expansão chinesa e o preço do chip

Como argumentado anteriormente, as economias asiáticas muito intensivas em investimento externo, compensavam o seu déficit com o Japão com o superávit no mercado americano e europeu através das exportações de manufaturas de baixo valor unitário. Por outro lado, afirmaram-se como grande mercado para os 4 “tigres” que, como o Japão, deslocaram e reciclaram sua base manufatureira alimentando um extraordinário comércio regional.

É interessante considerar a dinâmica de complementaridade implícita no padrão de crescimento dos setores que evoluem como no modelo dos “gansos voadores” vis-à-vis o acirramento da concorrência nos demais segmentos produtivos. Um boa descrição é apresentada por Lorenz:

*“Even when the leading countries (NICs) climb up the ladder and shift production-which has become disadvantageous – to new comers at a lower level (NECs, new export countries), only export competition among the different generations of developing countries is reduced. Import competition in developed countries, however, will rise.... If by country substitution Japan, the NICs or the NECs give way to next tier countries, the leading countries do not go out of business at all or shift supply to domestic markets. Rather, they add a more or less broad range of new sectors and extend competition to different lines of import penetration in developed countries”* (Lorenz 1989: 349).

Existem, portanto, nesta dinâmica sequencial de desenvolvimento regional duas pressões desestabilizadoras: a do país retardatário que cresce a taxas mais elevadas deslocando-se para a exportação de novos bens, e a do país mais avançado que não altera suas exportações no mesmo ritmo em que perde mercado pela pressão das exportações oriundas dos países de menor grau de desenvolvimento. Nos anos 90, a China se encaixa no primeiro caso e a Coréia no segundo.

Com efeito, a novidade, já presente no início dos anos 90, especialmente a partir de 1995, foi a emergência da China – com uma taxa de câmbio mais favorável e custo mais baixo – como maior exportador das mercadorias de baixo valor unitário no mercado americano.

A desvalorização da taxa de câmbio do iuane ocorrida em 1994 tem provocado razoável debate. A questão é que, até recentemente, havia na China um mercado dual de câmbio, o oficial, diretamente fixado pelo Banco Central chinês e o de *swaps* com vigência nas zonas econômicas especiais. Em 1994 houve a unificação destes dois mercados acompanhada de uma desvalorização nominal do iuane de cerca de 35%. Como parcela significativa do comércio chinês se fazia com a taxa de câmbio no mercado de *swaps* – em que o iuane tinha uma cotação mais baixa – a desvalorização de fato ocorrida em 1994 depende do diferencial daquelas duas taxas ponderadas pelo peso do comércio nos dois regimes cambiais. No Tabela 3 abaixo é apresentada a evolução da taxa nominal de câmbio considerando a hipótese – realista – de que 60% das transações ocorriam no mercado de *swaps*.

Tabela 3  
China: taxa de câmbio efetiva nominal  
(Suposição de 40% das transações realizadas com a taxa oficial e 60% no mercado de *swaps*)  
1990=100

	1991	1992	1993	1994	1995	1996
TCNE	104.41	107.51	111.04	130.49	130.45	124.32
% de depreciação <sup>(1)*</sup>	4.37	2.97	3.28	17.52	-0.03	-4.70

TCNE, taxa de câmbio nominal efetiva, TCNE, taxa de câmbio real efetiva

<sup>(1)</sup> Valores negativos indicam percentagem de valorização

Fonte: Liu, Noland, Robinson & Wang (1998).

Com o acirramento da concorrência, não apenas os “gansos” foram deslocados pela expansão chinesa, mas também a Coréia cede mercado para a China tanto em produtos têxteis, como em chips.<sup>26</sup> Ao contrário dos “gansos”, muito afetados pela contração dos IDEs oriundos do Japão, a Coréia – país em que os IDEs japoneses tiveram pouca importância em seu dinamismo exportador – se viu pressionada pelos menores preços de exportação dos *staples* originados na China sem poder, ao mesmo tempo, “subir a escada” e transitar para uma especialização em bens de maior valor unitário que pudesse alterar sua posição deficitária com o Japão e, também agora, com os Estados Unidos.

É importante observar, no caso da Coréia, não apenas a concorrência com a China continental mas a crescente concorrência com Formosa. Com efeito, ao longo dos anos 80 a Coréia especializou-se na produção em escala internacional de chips DRAM enquanto Formosa notabilizou-se internacionalmente na

(26) É importante notar que no caso das commodities industriais, a exportação de um determinado país depende da taxa de câmbio e do preço internacional em dólar. Como este preço passou a ser fortemente influenciado pela China, os países de câmbio e custos mais altos perdem competitividade em suas exportações.



produção de computadores.<sup>27</sup> Nos últimos anos a indústria chinesa de semicondutores expandiu-se rapidamente derrubando os preços dos chips de aproximadamente \$50 para \$ 4 (Chang, 1997).

Este fato piorou ainda mais a situação externa da Coreia tendo em vista a sua relação fortemente assimétrica com o Japão e sua dependência histórica dos excedentes de exportação com os Estados Unidos. Esta assimetria estrutural com o Japão foi muito bem descrita por Yamazawa.<sup>28</sup>

*“In Korea...one unit of final demand in the iron and steel industry induces almost one unit of production in other countries, mostly in Japan (0.67) and the United States (0.25). This relationship also holds good for export demand, which is to say that even if Japan loses one unit of exports in competition with Korea in iron and steel production in a third country, Japan recovers 0.67 of unit through Korean demand for imported inputs”* (Yamazawa et al. 1986: 99).

Com a valorização do *uon* e com a pressão comercial americana eliminou-se o superávit com os Estados Unidos ampliando a dependência externa da Coreia.

Como se depreende da Tabela 4, a China isoladamente ampliou o seu superávit com os Estados Unidos, a Coreia viu o seu déficit com os Estados Unidos quase dobrar de valor, os demais países com exceção de Formosa – que não sofreu qualquer mudança em sua inserção no comércio internacional – perdem posição relativa no mercado americano, diminuem marginalmente seu déficit com o Japão, ou, como no caso da Indonésia, diminuem seu excedente exportável para os 4 “tigres”.

Tabela 4  
Saldo dos balanços de bens e serviços (em US\$ milhões)

Anos	1995	1996	1995	1996	1995	1996	1995	1996
	ASEAN-4	ASEAN-4	Tigres	Tigres	Japão	Japão	EUA	EUA
China	550	-107	10393	8950	13988	18578	36772	42431
Coreia	2458	3315	15685	15275	-15509	-15391	-6220	-11529
Filipinas	-425	100	-2791	-3133	-3563	-3248	992	723
Hong Kong	-2713	-3378	-23904	-23733	-26969	-25293	-11159	-11261
Indonésia	440	125	2304	77	2485	3874	1897	3587
Malásia	778	-8202	4777	16417	-11980	-8752	2656	2102
Cingapura	4704	4042	3560	5820	-17089	-13615	2851	1501
Tailândia	-1708	-1629	2190	1536	-12148	-11076	1571	786
Taiwan	4765	3778	11067	10718	-14655	-11018	10863	12610

Fonte: FMI. *Directions of Trade Statistics, Yearbook* (1997).

(27) Ver Sato & Hattori (1997).

(28) Cf. Yamazawa, Nohara & Osada (1986). Nesta direção ver Chakravarty (1997).

O caso da Coreia parece ser o mais grave. Em função do crescimento dos dois déficits tanto com os Estados Unidos como com Japão, as exportações coreanas passam a depender fortemente do comércio regional. No entanto a contração deste em 1997, as desvalorizações das moedas asiáticas e a recessão japonesa em 1997 e 1998 estão impondo, independente de outros fatores mais imediatos, uma forte restrição externa ao seu crescimento.

### 3. A liberalização financeira asiática e o enquadramento da Coreia

Observou-se no Gráfico 2 o elevado e generalizado crescimento dos investimentos de porta-fólio nos anos 90, especialmente significativos na Coreia. A proposição de que a liberalização financeira foi um dos principais protagonistas da crise asiática é defendida por autores como Akyüz (1998) e, no caso da Coreia, por Chang (1997). Desta análise discrepa, como antes se sublinhou, o pensamento dominante e hoje oficial sobre a crise. Neste, a repressão financeira, a baixa transparência e a ingerência política são consideradas como os fatores responsáveis, em última instância, pela crise asiática. As evidências sobre a liberalização financeira na Ásia são ambíguas. Ao contrário do comércio hoje regulado pela OMC mas longamente observado pelo GATT, os serviços financeiros não possuem, até o presente, agência supervisora e regras e parâmetros de observação como os existentes sobre o comércio internacional.

No que diz respeito ao processo de liberalização financeira<sup>29</sup> que os anos 90 testemunharam na Coreia, Tailândia, Malásia, Formosa, Indonésia, Filipinas amplo aprofundamento e extensão. Segundo a observação de Cornfold (1997) em todos estes países criaram-se incentivos ao investimento no mercado de ações, relaxaram-se os limites nos investimentos estrangeiros em ações, ampliou-se o acesso de firmas internacionais de seguros ao mercado doméstico.

Na Coreia em particular (e em geral nos países asiáticos a começar do Japão) a principal pressão para a liberalização financeira originou-se unilateralmente dos Estados Unidos:

*“The main source of pressure on Korea came not from the balance of payments, but from the U.S. government. Under 1988 Trade Bill, the U.S. Treasury was authorized to determine wheter countries manipulated their exchange rates to prevent effective adjustment or to gain competitive advantage. The Treasury found that Korea was manipulating its exchange rate, and in February 1990, Financial Policy Talks were launched. The premise of these talks was that the Korean currency, the uon, had failed to appreciate adequately*

---

(29) Convencionalmente considera-se o grau de liberalização financeira de um país segundo o conjunto de regras relativas aos fluxos de entrada e saída de capitais enquanto que o grau de desregulação financeira é considerado tendo em vista as regras internas de estruturação e controle governamental sobre o setor financeiro doméstico.

*because the continued use of capital controls limited demand for it. These complaints coincided with an array of complaints from American banks that they experienced discrimination in their Korean operations, and from American securities firms which began to develop an interest in gaining access to the lucrative Korean market”* (Haggard & Maxfield, 1996: 232).

Assim, economias com forte tradição de controle sobre os fluxos de capitais e sobre o sistema financeiro doméstico passaram no início dos anos 90 por rápido desenvolvimento do mercado de capitais e progressiva abertura ao capital estrangeiro. A despeito do ainda incipiente grau de desenvolvimento deste mercado, ressalta-se a velocidade de seu crescimento. Assim, por exemplo, a soma dos ativos administrados por investidores institucionais na Coreia, Formosa, Tailândia, Indonésia, Cingapura, Malásia, Índia, Filipinas era em 1995 de US\$ 670 bilhões, menos do que os ativos administrados pelos maiores investidores internacionais do Japão como Kampo ou o *Postal Life Insurance Bureau*. (Cornfold, 1997). No entanto, em países como Coreia, Malásia e Tailândia, a relação entre o valor das ações negociadas em bolsa e o PIB atingiu valores elevados e superiores à média dos países da OCDE.<sup>30</sup>

Sob crescente pressão externa, os controles sobre os fluxos de capitais foram sendo relaxados ainda que tenham permanecido os mecanismos e a estrutura do setor financeiro. Assim, como regra geral, predominaram nestes países restrições ao ingresso de bancos estrangeiros e limites à participação acionária. Estas restrições, na maioria dos países, incluíam também os bancos de investimento. Em relação ao movimento de capitais predominaram, no período, restrições à saída de capitais com limites aos investimentos de porta-fólio. Na Tailândia, estes dependiam de aprovação do Banco Central. No caso da Coreia a compra de títulos estrangeiros por investidores institucionais era limitada a certas categorias.<sup>31</sup>

Considere-se por exemplo o caso da Coreia (ver Noland, 1996). A desregulamentação do sistema financeiro iniciou-se no 5º Plano de Desenvolvimento (1982/86) com a desestatização do sistema bancário. No 6º Plano (1987/91) – e sob pressão externa americana visando à valorização do *uon* – aprofundou-se a desregulação com regras mais flexíveis entre bancos e não-bancos e com o crescimento do mercado de ações. No entanto, até 1990 o sistema financeiro coreano permanecia fortemente controlado.

Em 1991 o governo alterou o *Foreign Capital Control Act*. As restrições passaram a se basear num sistema de lista negativa em que as operações não explicitamente proibidas poderiam ser permitidas. Em 1992 a compra direta por

---

(30) A despeito do rápido desenvolvimento do mercado de ações, o papel preponderante dos bancos nacionais no controle do setor financeiro não foi alterado nos anos 90. O financiamento à formação de capital através da emissão de novas ações nestes mercados não ultrapassou a 10% desta. Ver Cornfold (1997).

(31) Estas observações são importantes quando se faz uma comparação com a realidade na maioria dos países latino-americanos: nestes, nos anos 80 e início dos 90, a liberalização financeira avançou muito mais rapidamente do que na Ásia neste mesmo período.

estrangeiros de ações coreanas foi liberada, mas foram estabelecidos limites como o de 10% das ações totais por empresa. Ainda em 1992, nos *Financial Policy Talks* estabelecidos entre o Ministério das Finanças e o governo dos Estados Unidos, a Coréia submeteu um documento em que previa uma *comprehensive liberalization of the financial sector* (Haggard & Maxfield, 1996: 233). Aqui inicia-se de fato um intenso processo de abertura da conta de capitais (Chang, 1997).

Formalmente, no Plano de 1996 as metas possuíam alguma estratégia como a liberalização do mercado de capitais de longo prazo antes do de curto prazo, liberalização do movimento de saída de capitais antes do movimento de entrada, liberalização às empresas domésticas de emissão de ações negociadas em mercados estrangeiros e abertura do setor financeiro. No entanto, a liberalização mais intensa dos empréstimos de curto prazo sobre os de longo, ocorrida em 1995, esteve na origem da debilidade da estrutura da dívida externa nos últimos dois anos. Este processo, ao lado do relaxamento das restrições a investimentos externos, do controle sobre o mercado financeiro, dos tetos sobre controle acionário e das aquisições de debêntures por estrangeiros compuseram um quadro de ampla abertura externa.

Assim, a despeito de um gradualismo programático, os dois últimos anos parecem ter testemunhado um movimento nada gradual. Assim, de acordo com Chang (1998), o que se passou na Coréia foi menos uma eliminação mas um relaxamento nos controles usuais que, nas condições externas prevalecentes, marcadas por abundância de liquidez, levou a um excessivo endividamento:

*“In the name of financial liberalization, the government also failed to monitor properly foreign borrowing activities, especially by inexperienced merchant banks. This resulted in a rapid buildup of debts totaling \$100 billion with a very poor mature structure; 70% of these debts carry less than a year’s maturity”* (Chang 1998: 2).

A alteração no sistema de controle dos fluxos de capitais ocorrida em 1991 (incluindo entre outras medidas a abertura de contas em uon para não-residentes) esteve na base deste processo. Ressalte-se entretanto que a abertura financeira da Coréia pré-crise não se compara em extensão e profundidade com o processo atual negociado com o FMI. Com efeito, no acordo assinado em maio de 1998, a Coréia se compromete a:

- eliminação de restrições ao endividamento externo das empresas;
- eliminação de restrições ao controle estrangeiro de terras e construções imobiliárias;
- permissão para o investimento estrangeiro em empresas não listadas na bolsa de valores;
- liberalização das transações cambiais;
- liberalização dos *take-overs* e dos tetos sobre controle acionário por parte de investidores estrangeiros;

– abertura a empresas estrangeiras dos mercados de corretagem, seguros, leasing e outros serviços financeiros.<sup>32</sup>

Adicionalmente, estabelece-se neste acordo o compromisso da Coréia de rever todos os certificados de importações e todos os programas de subsídios.

É difícil encontrar um documento de liberalização financeira mais radical. Por outro lado o encadeamento dos fatos não deixa dúvidas. Do mesmo modo que no Japão, a diplomacia do dólar foi, isoladamente, o principal fator subjacente à abertura financeira da Coréia e, em conseqüência, o principal vetor da desmontagem dos mecanismos de controle e coordenação dos investimentos domésticos. Ao desregular os fluxos de capitais a Coréia, como outros países asiáticos, abriu mão do controle das taxas de câmbio e da alocação seletiva dos investimentos internos. Este processo terminou por minar os mecanismos de coordenação que fizeram da Coréia um caso espetacular de crescimento e de *catch-up* do pós-guerra.<sup>33</sup>

Carlos Aguiar de Medeiros é professor da Universidade Federal do Rio de Janeiro.

#### Referências bibliográficas

- AKYÜZ, Y. *The East Asian financial crisis; back to the future?* (<http://www.unctad/prasia98>). 1998.
- AMSDEN, A. Why isn't the whole world experimenting with the East Asian model to develop? *World Development*, v. 22, n. 4, 1994.
- CHAKRAVARTY, S. Marxist economics and contemporary developing economies. In: WRITINGS on development. Oxford: Oxford Univ. Press, 1997.
- CHANG, H. J. Perspective on Korea. *Los Angeles Times*, 31 Dec. 1997.
- CORNFOLD, A. *Selected features of financial sectors in Asia and their implications for services trade*. UNCTAD, 1997. (Discussions Papers, n. 129).
- CUNHA, A. *O Pacífico Asiático; da integração econômica dos anos 80 e 90 à crise*. (Apresentado no III Encontro de Economia Política, Niterói, maio 1998).
- FISHER. The Asian crisis; a view from the IMF (<http://www.imf.org/external/mp/speeches/1998/012298html>). 1998.

---

(32) Ver FMI. *Carta de Intenções do Governo da Coréia* (Apresentado ao FMI em maio de 1998 – IMF website).

(33) Nas palavras de Chang (1997): “*The current crisis is largely the result of a policy failure by the outgoing government of Kim Young Sam. It is failure of underregulation rather than overregulation as the popular view holds. Deregulation had been the proclaimed policy objective of Kim's government, and although no radical deregulation occurred, state control relaxed enough to make important differences. The government abandoned its traditional role of coordinating investments in large-scale industries, thus allowing excess capacities to emerge in industries like automobiles, shipbuilding, steel, petrochemicals and semiconductors, which eventually led to the fall in export prices and the accumulation of nonperforming loans*” (Chang, 1998: 2).

- HAGGARD, S., MAXFIELD, S. The political economy of financial internationalization in the developing world. In: KEOHANE, R., MILNER, H. *Internationalization and domestic politics*. Cambridge Univ. Press, 1996.
- KOSAI, Y. Competition and competition policy in Japan; foreign pressures and domestic institutions. In: BERGER, S., DORE, R. *National diversity and global capitalism*. London: Cornell Univ. Press, 1996.
- KRUGMAN, P. *What happened to Asia*. (<http://web.mit.edu/www/disinter.html>). 1998.
- LIU, L., NOLAND, M., ROBINSON, S., WANG, Z. *Asian competitive devaluations*. 1998. (IIE Working Papers, 1998-2).
- LOPEZ, J. Mexico's crisis; financial modernization and financial fragility. *Banca Nazionale del Lavoro – Quarterly Review*, n. 201, Jun. 1997.
- LORENZ, D. Newly industrialising countries in the world economy; NICS, SICs, NECs, EPZs or Tes? In: HOLTFRERICH, C. L. *The interactions on the world economy*. New York: Harvester Wheatsheaf, 1989.
- MEDEIROS, C. A. Globalização e a inserção internacional diferenciada da Ásia e da América Latina. In: TAVARES, M. C., FIORI, J. L. *Poder e dinheiro*. Petrópolis: Vozes, 1997.
- NAKAO, S. Booming Asia reconsidered. *Osaka City University Review*, v. 32, n. 1.2, 1997.
- NOLAND, M. *Restructuring Korea's financial sector for greater competitiveness*. 1996. (APEC, Working Paper, 96/14).
- SATO, Y., HATTORI, T. A comparative study of development mechanisms in Korea and Taiwan; introductory analysis. *The Developing Economies*, v. 35, n. 4, Dec. 1997.
- SUGISAKI, S. *Economic crisis in Asia*. 1998.
- WORLD BANK. *The East Asian miracle*. 1993.
- YAMAZAWA, T., NOHARA, O., OSADA, H. Economic interdependence in Pacific Asia; an international input-output analysis. *The Developing Economies*, v. 23, n. 24, 1986.

### Resumo

O objetivo deste artigo foi identificar as principais interpretações da crise asiática e especialmente da coreana. Enfatizaram-se os aspectos estruturais responsáveis pela fragilidade externa destas economias. A liberalização financeira e o declínio do IDE japonês foram destacados e relacionados com a nova paridade do iene relativo ao dólar a partir de 1994.

**Palavras-chave:** Crise econômica – Ásia, Coréia; Fragilidade externa; Liberalização financeira.

### Abstract

This paper discusses the financial crises of Southeast Asia and specially Korea. The objective was to analyze the structural aspects that undermined the external situation of those countries. The financial liberalization and the decreasing of the Japanese FDI were emphasized as important factors. These factors were related with the new parity of yen *vis-à-vis* dollar occurred in 1994.

**Key-words:** Financial crises – Southeast Asia, Korea; Financial liberalization.