

INICIATIVA DE CHIANG MAI

INTEGRAÇÃO FINANCEIRA E MONETÁRIA NO PACÍFICO ASIÁTICO*

*André Moreira Cunha***

RESUMO A crise financeira foi um duro golpe para várias economias do Pacífico Asiático. Depois de décadas de crescimento sustentado com estabilidade macroeconômica, a queda súbita originou uma onda de reformas estruturais. No contexto de crescente integração econômica regional e global, os países asiáticos iniciaram a construção de novos estabilizadores institucionais. Este trabalho analisa uma destas inovações, a Iniciativa de Chiang Mai, que foi desenhada para expandir o já existente arranjo do *swap* cambial da Asean. A participação de Japão, Coréia e China e a criação de novos instrumentos de *swap* sugerem a possível emergência de um Fundo Monetário Asiático *de facto*. Este era o plano original do governo japonês, e que foi abortado pelas pressões do Tesouro dos EUA e do FMI.

Palavras-chave: integração financeira regional; estabilizadores institucionais; economias asiáticas

Códigos JEL: F3; international finance

THE CHIANG MAI INITIATIVE: FINANCIAL AND MONETARY INTEGRATION IN ASIA-PACIFIC

ABSTRACT The financial crisis was a hard hit on several Asia-Pacific economies. After decades of sustained growth with macroeconomic stability, the sudden melt-down originated a wave of structural reforms. In the context of an increasing regional and global economic integration, the Asian countries started the construction of new institutional stabilizers. This paper analyzes one of these innovations, the Chiang Mai Initiative, that was designed to expand the existing swap arrangements in Asean. The participation of Japan, Korea and China, and the creation of new swap facilities suggest the possible emergence of a *de facto* Asia Monetary Fund. This was the original plan designed by the Japanese government in 1997, and that was aborted by the U.S. Treasury and IMF pressure.

Key words: regional financial integration; institutional stabilizers; Asian economies

* Artigo recebido em junho de 2003 e aprovado em novembro de 2003. O autor agradece o trabalho de pesquisa do bolsista IBIC-CNPQ, Henrique Renck e os comentários dos pareceristas da REC.

** Professor adjunto do Departamento de Economia da UFRGS – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Av. João Pessoa, 52, CEP 90040-000, Porto Alegre, RS, Brasil, e-mail: amcunha@hotmail.com

INTRODUÇÃO

Em julho de 1997, a queda do bath tailandês marcou o início de uma profunda crise econômica na região do Pacífico Asiático. Países em desenvolvimento, com um histórico de relativa estabilidade macroeconômica, e que cresciam entre duas e três vezes mais do que a média mundial, em uma trajetória sustentada que já durava cerca de três décadas, passaram por uma significativa contração da produção e do emprego. Empresas e bancos fecharam, sob o peso de dívidas insustentáveis. A tensão econômica provocou instabilidade no tecido social. Desde então, as economias mais atingidas pela crise (EACs) — Malásia, Indonésia, Filipinas, Tailândia e Coreia do Sul — e outros países da região passaram por profundas reformas estruturais, muitas ainda em curso (Cunha, 2001; World Bank, 1993, 1998, 2000b).

Tão surpreendente quanto a crise foi a recuperação. A partir de 1999, sob o amparo de políticas fiscais e monetárias mais frouxas, e com o auxílio de um expressivo *drive* exportador, a região voltou a crescer. Os déficits externos em conta corrente¹ — que, em um ambiente de liberalização financeira com regulação insuficiente, contribuíram para a fragilização econômica anterior à crise — foram revertidos. O acúmulo de superávits e a recuperação das reservas permitiram o alcance de um razoável equilíbrio externo, em que pese a saída líquida de capitais privados.

A crise expôs a fragilidade da estratégia de liberalização financeira dos anos 90. A maioria dos países da região reduziu os mecanismos de controle dos movimentos de entrada e saída de capitais. Facilitou-se e, em muitos casos, incentivou-se a troca do *funding* doméstico pelo externo. O *boom* de investimentos, reais e nos mercados de capitais, foi alimentado pela poupança externa,² mesmo que os níveis de poupança interna excedessem a casa dos 30% do PIB. A ausência de uma estrutura eficiente de regulação dos mercados financeiros e a disseminação de políticas *hands off*, em uma orientação oposta às políticas desenvolvimentistas do passado recente, contribuíram para a criação de um ambiente institucional inadequado (Unctad, 1998; Radalet e Sachs, 1998a, 1998b; Cunha, 2001; Stiglitz, 2002).

Os pacotes de socorro dos órgãos oficiais vieram acompanhados de condicionalidades até então pouco usuais, que envolviam reformas nos sistemas financeiros, reorganização dos padrões de governança corporativa, redefinição do escopo de políticas setoriais etc. O grau de ingerência sob as

políticas domésticas ultrapassou os limites tradicionais das esferas monetária e fiscal, causando desconforto em vários governos locais (Stiglitz, 2002; Escap, 2002). Em reação, o governo japonês sugeriu a criação de um Fundo Monetário Asiático. Ainda que esta idéia tenha sido abortada por pressões externas, a crise criou condições para o aprofundamento da discussão regional visando criar canais formais para a coordenação das ações das Autoridades Monetárias (AMs). O mecanismo de *swap* cambial firmado em 2000 entre os países da Asean³ com a Coreia, o Japão e a China, denominado Iniciativa de Chiang Mai (ICM, de agora em diante), foi um passo importante na direção de uma maior integração financeira na região.

Este artigo busca analisar as origens e os possíveis desdobramentos dessa nova dimensão da integração econômica do Pacífico Asiático. Procura-se explorar a hipótese de que a crise financeira criou espaço para que os países da região caminhem em direção a uma maior institucionalização daquele processo, especialmente no âmbito financeiro. Os argumentos estão estruturados da seguinte forma: (i) inicialmente, são resgatados alguns fatos que marcaram o processo de crise e socorro; (ii) então, descrevem-se as origens da ICM; (iii) contrastam-se, ainda, as recomendações teóricas convencionais com algumas evidências empíricas no caso asiático; (iv) seguem algumas considerações finais.

1. CRISE, SOCORRO E CONDICIONALIDADES

Os anos que antecederam a crise foram marcados por uma significativa entrada líquida de capitais, na forma de investimento direto externo (IDE), investimento em portfólio e empréstimos de instituições financeiras. Entre 1994 e 1996, os países asiáticos mais atingidos pela crise (Malásia, Indonésia, Tailândia, Filipinas e Coreia) receberam, em média, um quarto do total dos capitais que se direcionaram para os mercados emergentes.⁴ Com a crise, verificou-se uma sensível contração nos fluxos de capitais, da ordem de US\$ 83 bilhões para aqueles cinco países (gráfico 1), equivalendo a quase 8% do seu PIB conjunto ou, ainda, a uma perda de reservas cambiais de 4% do seu PIB (gráfico 3). Aquela entrada esteve associada à ampliação de posições passivas por parte dos agentes econômicos domésticos que, assim, puderam alavancar seus investimentos (Cunha, 2001, cap. 3).

Gráfico 1: Fluxos líquidos de capitais para as economias asiáticas em crise (EACs) – 1970-1999 (US\$ bilhões)

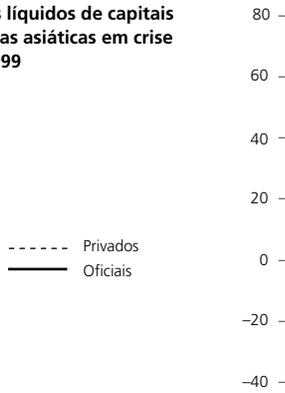


Gráfico 2: Fluxo de capitais com relação ao PIB das EACs – 1970-1999

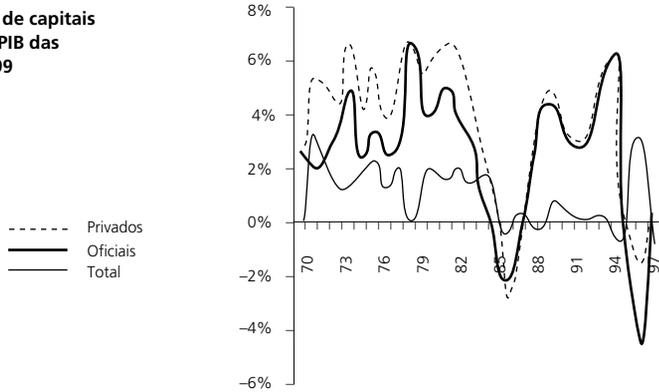
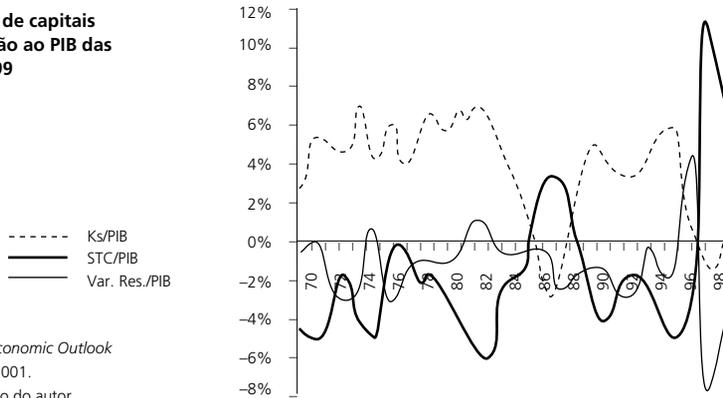


Gráfico 3: Fluxo de capitais e STC com relação ao PIB das EACs – 1970-1999



Fonte: IMF: World Economic Outlook Database, maio de 2001.
 Cálculos e elaboração do autor.

Os gráficos 1 a 3 permitem colocar em perspectiva algumas questões centrais do debate em torno da crise asiática. Nitidamente, a década de 1990 foi marcada por um incremento sem precedentes da entrada de capitais em termos de seus valores absolutos. Por outro lado, quando aqueles valores são comparados com a renda conjunta dos países, verifica-se um retorno ao patamar de participação dos capitais externos nessas economias verificado em meados dos anos 70 (gráfico 2). A crise da dívida dos anos 80 também causou uma contração absoluta e relativa nos fluxos de capitais, forçando aqueles mesmos países a um forte ajuste externo, expresso no acúmulo de superávits em conta corrente na segunda metade da década⁵ (gráfico 3). Com a aceleração do crescimento regional, em um contexto de maior abertura comercial e financeira, esses países voltaram a conviver com elevados déficits em transações correntes, que eram financiados pela entrada de capitais, a qual possibilitava, em simultâneo, o acúmulo de reservas. Todavia, aquela crise não teve um efeito tão destrutivo sobre os tecidos produtivo, institucional e social, como a dos anos 90. Para alguns autores, a grande diferença entre esses dois momentos está na ruptura, ao longo dos anos 90, dos mecanismos de política econômica que sustentaram o *state led growth* (Wade e Veneroso, 1998; Chang, Park e Yoo, 1998; Akyüz, 1998; Dysmki, 1998; Belluzzo, 1998; Islam, 1998; Lim, 1998, United Nations, 1998, 1999, 2000; Jomo, 2001).

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

Além disso, haveria indícios de excesso de investimento, tanto em setores da indústria — química, eletrônica, automobilística etc. — quanto nos mercados de ativos reais (imóveis) e de capitais, associados a uma queda generalizada de rentabilidade.⁶ Da mesma forma, a fragilização das contas

externas, manifestas em elevados déficits em conta corrente com relação ao PIB, contribuiu não somente para aprofundar a dependência dos influxos de capitais (gráficos 4 e 5) (Cunha, 2001), como também alimentou o efeito-contágio. Ou seja: do ponto de vista dos investidores internacionais, os mercados emergentes que compartilhavam desse conjunto de fragilidades, ainda que em níveis diferenciados, seriam percebidos como igualmente arriscados. Por fim, apontou-se que os desequilíbrios comerciais dos países da região com o Japão teriam poder explicativo na crise (Corsetti *et al.*, 1998, 2000; Miranda, 1998; Dymki, 1998).

Além dos elementos conjunturais, a crise evidenciou uma série de fragilidades estruturais, especialmente no que se refere à incompatibilidade entre o padrão de regulação dos sistemas financeiros e a crescente internacionalização dos mercados de capitais locais, após os movimentos de liberalização dos anos 1990. O gerenciamento inadequado, fracos mecanismos de controle dos riscos, supervisão insuficiente de instituições financeiras e não-financeiras, falta de transparência e precisão nas informações contábeis, regras de adequação de capitais pouco rígidas (permitindo tomadas de posição fortemente alavancadas), entre outros, formariam um quadro de distorção nos sinais de mercado.

Em decorrência, proliferaram cálculos equivocados de rentabilidade e risco por parte dos emprestadores (normalmente, instituições financeiras internacionais ou nacionais com *fundings* externo) e tomadores (agentes locais) de recursos. Mais grave ainda seria a presença de uma variável distorce-dora na função objetiva de cálculo dos agentes:⁷ a percepção de que haveria uma garantia implícita, por parte dos governos, das suas posições passivas. Isto seria o resultado de um padrão histórico de relação entre os setores público e privado, marcado pelo favorecimento de empresas ou setores, concessão de créditos subsidiados e auxílio às instituições financeiras e não-financeiras, etc. De forma aparentemente contraditória, apontou-se que o sucesso asiático teria sido uma das principais causas de sua crise. Isto porque tanto as instituições financeiras e não-financeiras internacionais quanto os agentes locais teriam tomado suas decisões de investimento (e endividamento) com a convicção de que as altas taxas de crescimento verificadas nas últimas décadas permaneceriam — se não no mesmo nível, pelo menos acima da média mundial. Além disso, a estabilidade macroeconômica e a cres-

cente abertura, associadas à ampliação do risco-país nas principais economias da América Latina, depois da crise de 1994 no México, direcionaram a atenção dos investidores internacionais, com maior ênfase ainda, aos países asiáticos (IMF 1998a, 1998b, 1998c; Corsetti *et al.*, 1998).

Como aponta Berg (1999), os determinantes conjunturais e estruturais — nos termos de Cunha (1999) — aparecem em dois tipos de interpretações sobre a crise asiática. Um primeiro grupo buscaria suas origens em “deficiências nos fundamentos”, derivadas da interação entre sistemas financeiros frágeis e a ampliação na entrada de capitais. O excesso de investimentos, especialmente em projetos de retorno duvidoso, teria sido potencializado por problemas do risco moral associado ao padrão de intervenção do Estado — como nos trabalhos de Krugman (1998), IMF (1998a, 1998b, 1998c) e Corsetti *et al.* (1998, 2000), entre outros. A fragilidade fiscal estaria escondida por trás das garantias implícitas aos grandes grupos, especialmente os financeiros. Como uma situação fiscal prévia saudável, caracterizada pela realização de superávits ou déficits reduzidos e níveis moderados da relação dívida/PIB, as análises nesse grupo passaram a explorar as dívidas contingentes, associadas *ex-post* aos programas de reestruturação dos setores financeiros, fundados em recursos fiscais (Cunha, 2001, cap. 3 e 5).

Já um segundo grupo, mesmo reconhecendo a existência de problemas estruturais e macroeconômicos, enfatizaria a dimensão de pânico financeiro que teria detonado uma típica “corrida bancária” em países solventes no longo prazo (Furman e Stiglitz, 1998; Radalet e Sachs, 1998; Stiglitz, 2002). Os problemas de liquidez corrente, expressos na elevação do coeficiente entre dívida de curto prazo e reservas, estimulariam os credores a realizar suas posições com medo de um futuro inadimplemento, o que tornou a crise uma profecia auto-realizável. A crise seria precipitada por movimentos de realização de posições associadas à deterioração dos indicadores de liquidez externa, como a relação entre as reservas e as dívidas de curto prazo. Por esta abordagem, o reescalamento negociado das dívidas, especialmente as de curto prazo de maturação, seria a política mais correta, e não os ajustes contracionistas com reformas estruturais derivados do primeiro conjunto de explicações e enfatizados pelos programas de apoio do FMI.

Com diferentes ênfases, as análises sobre o caso asiático apontaram que as fragilidades das instituições financeiras e não-financeiras locais, bem co-

mo da regulação pública, contribuíram para a eclosão da crise. A ajuda financeira dos órgãos multilaterais veio acompanhada de condicionalidades associadas à implementação de reformas estruturais nos sistemas financeiros e nas corporações. Isto porque o diagnóstico do FMI colocou as fragilidades nos sistemas financeiro e corporativo no centro explicativo da crise, junto com os desequilíbrios macroeconômicos, a rigidez do regime cambial e as condições externas adversas. Ainda assim, é importante lembrar que a Malásia optou por não recorrer ao FMI, adotando restrições à livre mobilidade de capitais, com vistas a ampliar sua margem de manobra para a realização de políticas anticíclicas (Kaplan e Rodrik, 2001; Cardim de Carvalho, 2001).

Em um ambiente de abertura financeira, *boom* creditício — alimentado pela entrada de capitais — e regulação insuficiente, a mudança súbita na avaliação prospectiva dos credores com respeito à solidez do bath e à solvência da economia tailandesa precipitou a crise, que contagiou as economias da região. O pacote de auxílio do FMI à Indonésia, Coréia e Tailândia envolveu o aporte de US\$ 35 bilhões do Fundo e US\$ 85 bilhões de fontes multilaterais e bilaterais. A ênfase inicial das políticas macroeconômicas foi a estabilização cambial, o que levou a um forte aperto fiscal e monetário. Introduziu-se, de forma inédita na magnitude, um amplo pacote de reformas estruturais para os setores financeiro e não-financeiro, que envolviam,⁸ entre outras coisas: (i) o fechamento de instituições financeiras (IFs) insolventes; (ii) a recapitalização de IFs viáveis; (iii) a supervisão estreita das AMs sobre as IFs fragilizadas; (iv) o aprimoramento dos sistemas de supervisão e regulação financeira; (v) a reestruturação das dívidas corporativas; (vi) a ampliação da transparência nos setores financeiro, corporativo e governamental; (vii) a ampliação da eficiência de mercado e da competição; e (viii) a criação de redes de proteção social (IMF, 2000; Boorman *et al.*, 2000; Krueger, 2000; Fischer, 2001; Goldstein, 2000b).

Entre os anos 80 e 90, houve uma tendência de ampliação de condicionalidades associadas às reformas estruturais nos pacotes do Fundo (IMF, 2001). Porém, no caso da Indonésia, Coréia e Tailândia, elas foram “muito mais numerosas e detalhadas do que o usual” (Goldstein, 2000a: 33), envolvendo, por exemplo: medidas vinculadas ao programa de reflorestamento; modificações na política de conteúdo local no setor automobilístico; elimi-

nação dos projetos na área da aviação e do “carro nacional” (Indonésia); definição de novas regras para o sistema de liquidação de títulos na Tailândia; o fim de acordos restritivos no acesso aos mercados de cimento, papel e celulose; abolição de impostos direcionados a fundações de caridade; alteração de 18 regras de auditoria do banco central da Indonésia; criação de programas de microcrédito, entre outras (Goldstein, 2000b). Com a crise e os pacotes de socorro e suas condicionalidades, emergiu o desejo da criação de mecanismos institucionais regionais capazes de reduzir a dependência externa.

2. A INICIATIVA DE CHIANG MAI: RUMO À INTEGRAÇÃO MONETÁRIA E FINANCEIRA NO PACÍFICO ASIÁTICO?

2.1 Condicionantes políticos

Em meio à crise, e por força da pressão externa, especialmente do FMI, as EACs adotaram políticas fiscais e monetárias fortemente contracionistas. Porém, já em 1998 e, de forma mais intensa, em 1999, passou-se a realizar políticas mais frouxas, caracterizadas pela busca de recuperação do crédito doméstico, redução das taxas de juros e expansão fiscal. O gasto governamental tornou-se uma variável fundamental na recuperação, exercendo, em muitos momentos, o papel de componente mais dinâmico da demanda agregada. Além disso, a reestruturação do sistema financeiro contou com uma ação direta do Estado, com a criação e/ou o fortalecimento de agências especializadas na gestão de créditos improdutivos, capitalização de instituições e gerenciamento das mudanças patrimoniais (promoção de nacionalizações, estímulo a fusões, incorporações e venda de ativos). O poder público, especialmente na Coreia, procurou coordenar o ajuste das corporações não-financeiras (Cunha, 2001).

O afrouxamento das políticas fiscal e monetária foi crucial para a reversão cíclica. Isto melhorou o padrão de financiamento do setor privado, ainda que tenha colaborado para uma deterioração nas contas públicas (Park e Lee, 2001). Todavia, esse último elemento não se traduziu em instabilidade monetária, nos moldes das economias latinas na seqüência da crise da dívida dos anos 80. Portanto, as economias asiáticas puderam ganhar tempo e, mais do que isso, maiores graus de liberdade para conduzir as reformas es-

truturais, conforme o ritmo ditado por suas especificidades. Aparentemente, este se constituiu no grande desafio para a sustentabilidade da recuperação no longo prazo, ou seja: a capacidade de conciliar os requisitos institucionais homogeneizantes associados ao processo de globalização e impostos pelas instituições multilaterais, com a preservação do pragmatismo político e dos ativos locais construídos nas últimas décadas. Alguns esforços coletivos sinalizaram neste sentido. Em 1998, os ministros de Finanças dos países da Asean assinaram um termo de entendimento que estabeleceu o Processo de Monitoramento do Asean. Em encontros semestrais, realiza-se o acompanhamento conjunto das políticas dos países membros e, em decorrência, do desempenho macroeconômico e social na região. A troca de informações e a coordenação das ações formam a base dessa iniciativa⁹ (Aric, 2000).

Buscou-se, também, aprimorar a capacidade regional de arregimentar divisas visando garantir um suporte endógeno para o enfrentamento de crises financeiras. O encontro de maio de 2000 do Asean, ao qual seguiu-se o encontro anual do Banco Asiático de Desenvolvimento (BAD), marcou o lançamento e o detalhamento inicial do que ficou conhecido como Iniciativa de Chiang Mai, um arcabouço que permitiu a expansão do Arranjo de Swap da Asean (ASA) e a criação das bases para o estabelecimento de *swaps* cambiais bilaterais e acordos de recompra. O ASA fora criado em 1977 (Asean, 1977) com o objetivo de aliviar a escassez temporária de divisas dos bancos centrais da Malásia, Indonésia, Tailândia, Cingapura e Filipinas. Com a ICM, em 2000, estendeu-se sua cobertura para todos os países da Asean, além da Coreia, Japão e China (Asean + 3). Com o apoio destes três últimos, ampliaram-se os limites para os *swaps* — de US\$ 200 milhões para US\$ 1 bilhão — e criou-se uma rede de Acordos Bilaterais de Swap cambial (ABS). Além disso, definiu-se: (i) a troca de informações econômicas consistentes, especialmente sobre os fluxos de capitais, em tempo hábil, entre os países acordantes; (ii) o estabelecimento de uma rede de contatos para facilitar o monitoramento e a coordenação das ações; e (iii) a criação de um arranjo financeiro suplementar às facilidades já disponíveis pelas agências multilaterais (Aric, 2000). Com reservas cambiais conjuntas da ordem de US\$ 800 bilhões (último trimestre de 2000), os acordantes teriam um poderoso instrumento de defesa contra ataques cambiais.

Em uma avaliação inicial, Park e Wang (2000) sugeriam um cenário ideal para o posterior desenvolvimento da ICM, no qual com a disponibilização de 10% daquelas reservas para cobrir os arranjos de *swaps*, os países acordantes teriam uma linha de defesa externa consistente. A expectativa era de que a utilização de um fundo cambial, composto pelo somatório das reservas dos países da Asean + 3, pudesse representar um fator de estabilização dos mercados de moedas e ativos financeiros (Park e Wang, 2000; United Nations, 2001). Os critérios de condicionalidade para o acesso aos recursos seriam definidos regionalmente. Da mesma forma, a tempestividade do auxílio e a possibilidade de utilizar o fundo como aval para a captação de recursos privados no mercado internacional permitiriam compatibilizar a busca da manutenção de graus de liberdade para a condução das políticas nacionais e/ou regionais de desenvolvimento, em um contexto de maior integração internacional.¹⁰

A Iniciativa de Chiang Mai (ICM) retomou, em alguma medida, os princípios de cooperação regional na área monetária do projeto de constituição de um Fundo Monetário Asiático, que fora abortado no bojo da negociação dos pacotes de socorro financeiro do FMI, nos meses que se seguiram à crise financeira. Em setembro de 1997, o Japão propôs a criação de um fundo de US\$ 100 bilhões, para prover liquidez, de forma ágil, aos países da região que estivessem sob ataque especulativo. Metade dos recursos viria do próprio Japão, e o restante seria integralizado pela China, Hong Kong, Cingapura e Taiwan. A idéia foi rejeitada em meio ao quinto encontro da Apec (Fórum de Cooperação Econômica do Pacífico Asiático), em novembro de 1997, sob a argumentação de que tal fundo geraria uma duplicidade de atividades com o FMI¹¹ (Aric, 2000; Frankel e Roubini, 2000).

Assim, o mal-estar gerado pela crise e pela política do FMI, a maior consciência quanto ao potencial de instabilidade associado à abertura financeira, e a crescente integração regional, que tornou os países mais suscetíveis ao efeito-contágio, parecem ser as principais sementes da ICM. A Comissão para Assuntos Econômicos e Sociais da Ásia e Pacífico (Escap), órgão vinculado à ONU, sintetiza esta perspectiva: “Não somente os países do Leste Asiático estavam descontentes com a abordagem do FMI, como, também, havia entre eles um crescente consenso de que, no futuro, seriam necessárias respostas coletivas a situações críticas semelhantes, dada a maior inte-

gração regional, evidenciada, em parte, pela mútua suscetibilidade ao contágio” (Escap, 2002: 90).

Deve-se destacar que esse processo de cooperação financeira está em um estágio embrionário. Sua consolidação dependerá do equacionamento de conflitos políticos locais, que envolvem a disputa pela hegemonia regional. Observadores ocidentais mostram-se céticos. Alegam, tendo por referência o caso europeu, que faltaria à Ásia o acúmulo histórico na busca efetiva de uma integração institucional sólida. A construção de vínculos formais — regras e instituições — e informais — redes de pessoas que, por trabalharem de forma conjunta no processo de integração, estabeleceriam laços de confiança mútua — não seria factível no curto e médio prazo, no caso asiático (Eichengreen, 1999b, 2002a, 2002b; Henning, 2002, 2002b). Por outro lado, alguns analistas, mesmo reconhecendo tais dificuldades sugerem que o impacto da crise financeira foi importante para catalisar as forças políticas necessárias ao encaminhamento de elementos inovadores na arquitetura institucional regional (Park e Wang, 2000; Jomo, 2001; Park, 2002b; Escap, 2002).

2.2 Aspectos institucionais e operacionais

O arranjo institucional da ICM foi estruturado com o objetivo do provimento de liquidez para os países membros do acordo que estejam enfrentando restrições severas de curto prazo no balanço de pagamentos, de modo a evitar a eclosão de crises financeiras cujo caráter sistêmico tende a afetar o conjunto da região. Neste sentido, a criação de uma rede de acordos bilaterais de *swap* (ABS) e a expansão do Arranjo de Swap da Asean (ASA) são sementes, na região, da função de emprestador em última instância, típica dos bancos centrais. Os fundos disponíveis pelo ASA e 10% dos recursos dos ABS podem ser sacados de forma incondicional. O processo de coordenação, no caso do ASA, envolve a figura de um banco agente, que é responsável por confirmar junto aos demais bancos (oficiais) membros do acordo a disponibilização dos recursos ao país demandante. Essa função de banco agente é exercida na forma de rodízio entre os membros. Sob o abrigo desses arranjos, os bancos centrais podem realizar um *swap* de suas moedas contra moedas conversíveis por um período de até seis meses ou no limite de 200% da sua respectiva participação no ASA. Há, também, a possibilidade de acordos de recompra.¹²

Os acordos bilaterais, ABS, normalmente envolvem a possibilidade de acesso, na forma de empréstimos, de divisas — normalmente em dólares norte-americanos — por um período de 90 dias. Pode haver renovações no limite de sete vezes aquele período. O risco de crédito é coberto pelo pagamento de juros, baseados na Libor (taxa do interbancário londrino) acrescida de um prêmio de risco. O desembolso inicial e a primeira renovação envolvem um prêmio de 150 pontos-base. Cada desembolso adicional acrescenta 50 pontos. Há um teto de 300 pontos para a cobertura do prêmio de risco. O acesso aos recursos do ASA e ABS não concorre com a possibilidade de utilização de fontes oficiais alternativas, como os arranjos usuais do FMI. Na verdade, o grande diferencial do ICM é a possibilidade de acesso tempestivo — e, até certo montante, incondicional — de moeda conversível.

No detalhamento da proposta, ao longo do ano 2000, alguns países membros, notadamente a Malásia, não se mostravam favoráveis à utilização das condicionalidades dos pacotes de apoio financeiro do FMI como pré-condição para o acesso aos 90% restantes dos recursos dos ABSs (os 10% iniciais são acessíveis de forma incondicional). Todavia, o Japão convenceu o conjunto dos acordantes de que, enquanto a região não possuir mecanismos de supervisão e monitoramento maduros e, por decorrência, capazes de avaliar a necessidade dos recursos e sua correta utilização — no sentido do enfrentamento de dificuldades estruturais em cada país —, seria necessário condicionar a utilização dos fundos dos ABSs ao estabelecimento, de forma concomitante, de um programa de suporte financeiro e monitoramento do FMI. Da mesma forma, ficou estabelecida a prioridade no desenvolvimento daqueles mecanismos.

A questão da supervisão e monitoramento é essencial, dado que o cumprimento da função de empréstimo em última instância requer tempestividade no aporte de recursos. Nos espaços nacionais, as Autoridades Monetárias (AMs) exercem, simultaneamente, as funções de definição das melhores práticas (regulamentação prudencial), de supervisão e fiscalização das instituições financeiras, e de suporte de liquidez em situações específicas. Além disso, as AMs dispõem de informações detalhadas sobre a situação de cada agente. Este conjunto de ferramentas viabiliza sua atuação no sentido de garantir a solvência do sistema como um todo. No plano internacional, o FMI exerce a função de provimento de liquidez para os países membros em

dificuldades. Da mesma forma que as AMs, o Fundo possui um amplo leque de instrumentos que permitem o monitoramento e a supervisão da utilização dos recursos emprestados. Mais recentemente, em decorrência da maior instabilidade dos mercados financeiros, o Fundo tem insistido para que os países em desenvolvimento adotem melhores práticas nas áreas fiscal, monetária e de regulamentação prudencial dos sistemas financeiros (Cunha, 2001). No caso da ICM, há somente um primeiro movimento de fortalecimento dos mecanismos de provimento de liquidez. Não há, no estágio atual, base institucional madura e *expertise* no monitoramento e na supervisão entre os países membros. O avanço neste sentido será fundamental para a transformação da ICM em um efetivo embrião de um processo mais consistente de integração monetária e financeira na região (Park, 2002b; Park e Bae, 2002; Rana, 2002; Escap, 2002).

A tabela 1 fornece as informações dos ABSs já realizados sob os auspícios da Iniciativa Chiang Mai. Como era de se esperar, o dólar norte-americano predomina enquanto divisa-chave. É importante observar que não há limites prévios do montante de recursos passíveis de serem mobilizados. Cada acordo bilateral define os limites de saque. Percebe-se que os países que estão mais ativos na construção de ABSs — Japão em primeira instância, além de China e Coréia — buscam ampliar seu espaço de influência através da ICM. Cingapura, que inicialmente estava relutante em participar — por temer ser a ICM uma via de mão única na qual seu papel seria o de provedor de recursos (Park, 2002b) — passou a negociar com o Japão. A Indonésia ainda não foi capaz de se integrar efetivamente à ICM, em virtude da forte instabilidade econômica e política dos últimos anos. Os países menores, como Brunei, Laos, Camboja, Vietnã e Mianmar, beneficiados pela extensão do ASA, ainda não realizaram acordos no âmbito dos *swaps* bilaterais. Deve-se reconhecer igualmente a limitação dos recursos atualmente envolvidos nos arranjos disponíveis pela ICM. O ASA é de US\$ 1 bilhão e o montante de ABSs está na casa de US\$ 30 bilhões. Um total que equivale a somente 4% das reservas cambiais conjuntas do Asean + 3. Há um ceticismo entre analistas e investidores quanto ao real poder de fogo da ICM. Até porque, basta lembrar que a crise financeira de 1997-1998 gerou a necessidade do aporte de recursos oficiais em um valor quase quatro vezes superior ao atualmente disponibilizados pela ICM (Park, 2002b; Henning, 2002a, 2002b; Rana, 2002; Eichengreen, 2002a, 2002b).

Tabela 1: Acordos de Swap cambial bilateral nos marcos da iniciativa de Chiang Mai (2000-2002)

| | | Situação em outubro de 2002 |
|--------------------|--|---------------------------------|
| Países envolvidos | Moedas envolvidas | Limites de saque |
| Japão e China | iene e yuan | US\$ 3 bilhões ou o equivalente |
| Japão e Malásia | dólar norte-americano e ringgit | US\$ 3,5 bilhões* |
| Japão e Filipinas | dólar norte-americano e peso | US\$ 3 bilhões |
| Japão e Coreia | dólar norte-americano e won | US\$ 7 bilhões* |
| Japão e Cingapura | dólar norte-americano e dólar de Cingapura | em negociação |
| Japão e Tailândia | dólar norte-americano e bath | US\$ 3 bilhões |
| China e Malásia | dólar norte-americano e ringgit | US\$ 1,5 bilhão |
| China e Filipinas | dólar norte-americano e peso | US\$ 3 bilhões (em negociação) |
| China e Coreia | yuan e won | US\$ 2 bilhões ou o equivalente |
| China e Tailândia | dólar norte-americano e bath | US\$ 2 bilhões |
| Coreia e Malásia | dólar norte-americano e ringgit | em negociação |
| Coreia e Filipinas | dólar norte-americano e peso | em negociação |
| Coreia e Tailândia | dólar norte-americano e bath | US\$ 1 bilhão |

Fonte: Escap, 2002.

* No caso da Malásia, inclui os US\$ 2,5 bilhões da Iniciativa Miyazawa. Para a Coreia, inclui US\$ 5 bilhões da Iniciativa Miyazawa (pacote de apoio financeiro do Japão às economias asiáticas em crise.)

Da mesma forma, é interessante notar que, nos anos que se seguiram à crise, o ajuste das contas externas das economias asiáticas foi marcado, entre outras coisas, pelo acúmulo de reservas cambiais (gráficos 4 e 5). Em uma perspectiva estritamente econômica, este fato pode ser explicado por uma associação de fatores permissivos, com destaque para a queda das moedas locais, a contração da demanda doméstica e o *drive* exportador sustentado pelos EUA — até meados de 2001 (ADB, 2001a, 2001b, 2002; Escap, 2002). Todavia, há aqueles que sugerem uma intencionalidade na recuperação rápida dos níveis de reservas, através da manutenção de superávits em conta corrente, especialmente no comércio de mercadorias, associada à maior aversão dos governos locais à iliquidez externa (Escap, 2002; Eichengreen, 2002a, 2002b; Park e Bae, 2002; Henning, 2002a). O colchão de liquidez de divisas tenderia a sinalizar para a recuperação da solvência externa e, assim, para a busca de uma maior estabilidade macroeconômica interna.

Henning (2002a, 2002b) sustenta que os custos dessa estratégia não seriam desprezíveis, na medida em que o uso não produtivo das reservas reduziria a possibilidade de acesso a bens e serviços capazes de potencializar o crescimento da economia real. Uma estratégia alternativa, que reduziria tal custo de oportunidade, estaria na possibilidade de aprofundamento na uti-

Gráfico 4: Reservas internacionais em economias selecionadas – 1991-2001
US\$ bilhões (final do período)

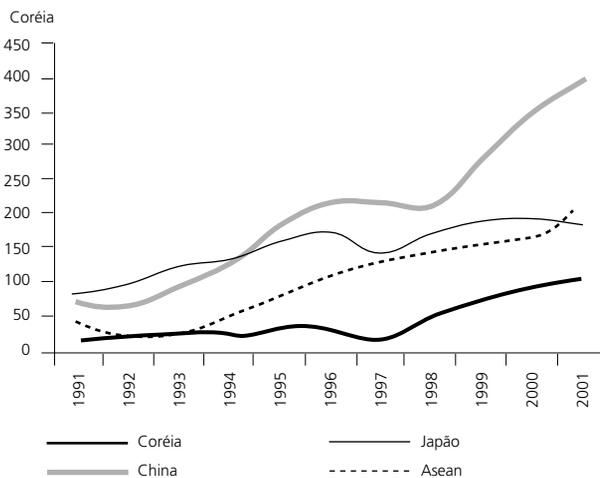
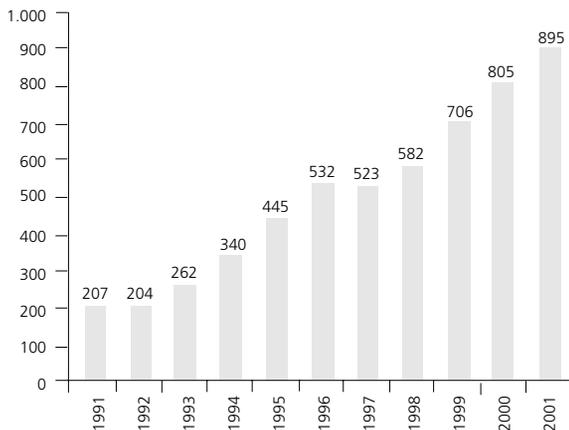


Gráfico 5: Reservas internacionais Asean + 3 – 1991-2001
US\$ bilhões



Fonte: Asia Recovery Information Center (www.aric.adb.org), Asia Development Bank, Key Indicators 2002 (www.adb.org), IMF International Financial Statistic, disponibilizado pelo Ipeadata (www.ipeadata.gov.br). Todos os dados foram capturados em dezembro de 2002. Elaborado pelo autor. Não há dados disponíveis nas fontes para Brunei.

lização das reservas cambiais conjuntas. Para tanto, haveria de se garantir um maior desenvolvimento da ICM, em um sentido próximo ao sugerido no cenário inicial de Park e Wang (2000), qual seja: a constituição de um fundo cambial regional *de facto*, capaz, entre outras coisas, de servir como garantia para a captação de recursos junto ao mercado privado, além de prover liquidez imediata aos seus membros. Tais desdobramentos esbarram em limitações políticas e econômicas que serão exploradas na seqüência deste artigo.

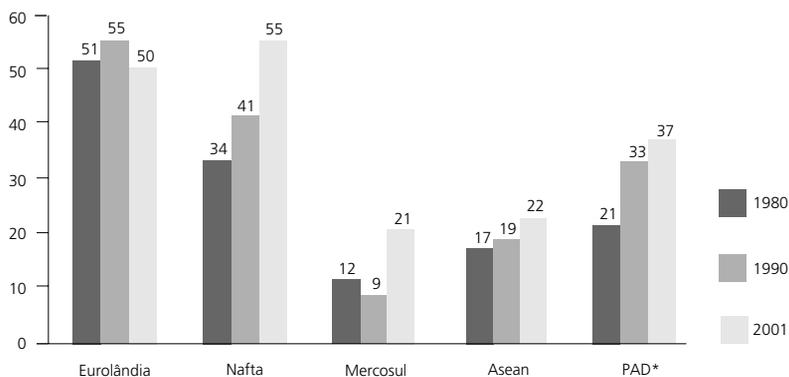
2.3 Integração financeira e monetária na Ásia: racionalidade, evidências e obstáculos

A ICM engloba uma série de arranjos financeiros e de supervisão e monitoramento das economias da Asean + 3. Trata-se, portanto, de um esforço para uma maior integração financeira na região. Por outro lado, um processo de integração monetária envolveria um significativo aprofundamento dos seus objetivos iniciais.¹³ Há analistas que consideram a ICM um embrião para uma maior cooperação na área monetária, que poderia desembocar em um alinhamento cambial, nos moldes do SME (sistema monetário europeu) ou, no limite, no estabelecimento de um padrão monetário único (Park e Wang, 2000; Escap, 2002; Aric, 2000; Rana, 2002; Park, 2002b). A criação de uma moeda comum, alicerçada em uma institucionalidade própria, centrada em um banco central com o monopólio de emissão do meio circulante, é o ponto de chegada da integração monetária. Esta, por sua vez, é uma etapa ulterior de um processo mais amplo de integração econômica.

Neste sentido, é importante verificar se, pelo menos em tese, haveria espaço para uma futura integração monetária na região. Desde meados dos anos 60, as análises em torno do que se convencionou denominar “teoria das áreas monetárias ótimas” procuram identificar que elementos justificariam e sustentariam a criação de uma moeda comum entre um certo conjunto de economias. Os trabalhos pioneiros de Mundell (1961) e McKinnon (1963) foram inspirados pela preocupação em identificar regimes cambiais mais adequados à minimização do risco de crises de balanço de pagamentos e de seus efeitos recessivos. Como pano de fundo, havia a experiência das dificuldades cambiais do pós-guerra, especialmente na Europa,

quando a escassez de dólares dificultou, em muitos momentos, a sustentação do regime de câmbio fixo (porém ajustável) do acordo de Bretton Woods. Assim, haveria de se verificar os custos e benefícios de se abrir mão da própria moeda. A unificação monetária européia e outros esforços de integração em vários blocos regionais inspiram a literatura recente sobre o tema, como nos trabalhos de Frenkel e Rose (1996), Rose e Engel (2000), Alesina *et al.* (2002). A teoria econômica e a experiência histórica sugerem que a viabilidade da integração monetária está condicionada a uma série de fatores, dentre os quais: (i) a profundidade dos vínculos comerciais e financeiros dos países que compõem o “bloco” a ser unificado; (ii) a mobilidade de fatores; (iii) o grau de convergência entre o ciclo econômico desses países (movimentos conjuntos de preços, renda etc.); (iv) a construção de uma base institucional adequada, que uniformize as políticas fiscal, monetária etc. e garanta a constituição de um ambiente de negócios onde as distorções sejam minimizadas, de modo a evitar arbitragens regulatórias; e (v) a existência de “lideranças regionais” aptas e dispostas a pagar o preço da “unificação”, criando estabilizadores institucionais que mitiguem os conflitos potenciais e reais.

Tendo aqueles elementos como pano de fundo, torna-se oportuno identificar se há espaço para pensar um processo efetivo de integração monetária na região. Em uma primeira aproximação, pode-se buscar alguns custos e benefícios associados à ICM. Nos marcos da instabilidade financeira inaugurada com as crises da segunda metade dos anos 90, haveria racionalidade na defesa da criação de mecanismos regionais de suporte financeiro quando: (i) verifica-se uma significativa integração de fluxos comerciais, financeiros e de fatores de produção em uma certa região; e (ii) constata-se uma incompatibilidade entre a conformação dos pacotes oficiais de socorro e o tipo de crise financeira que tem caracterizado o ambiente de finanças globalizadas das duas últimas décadas. No caso da Ásia, a integração dos mercados, especialmente pela via comercial, e a crescente abertura financeira tornaram a região, de fato, e perante os investidores internacionais, um “único bloco”. A crise financeira revelou o lado perverso dessa integração, através do efeito-contágio.¹⁴ Neste sentido, cresceria o apelo da ICM, na medida em que as reservas cambiais conjuntas de mais de US\$ 800 bilhões da Asean + 3 ou de cerca de US\$ 1 trilhão, ao se considerar a “entrada” da

Gráfico 6: Exportações intragrupo com relação ao total das exportações em regiões selecionadas (%)

Fonte: Unctad, 2002 (tabela 14). Elaborado pelo autor.

* PAD = Coreia do Sul, Hong Kong, Cingapura, Taiwan, Malásia, Indonésia, Tailândia, Filipinas e China. Correspondente aos anos de 1985, 1995 e 1998 (World Bank, 2000b).

Austrália, Nova Zelândia e Hong Kong, poderiam servir como um lastro real minimizador do risco de crises. O “fundo” regional poderia complementar os recursos oficiais multilaterais e bilaterais, ao criar uma “segunda linha de defesa” ou, ainda, ao ampliar a autonomia regional na resolução das crises financeiras (Eicheengreen, 2002a, 2002b; Park, 2002b; Park e Bae, 2002; Rana, 2002; Escap, 2002; Henning, 2002a, 2002b; Lee *et al.*, 2002).

Nas últimas três décadas, a região do Pacífico Asiático tem sido o espaço regional mais dinâmico em termos de crescimento econômico, com seus países membros crescendo a taxas duas a três vezes superiores à média mundial. Verificou-se, recentemente, uma ampliação da integração econômica (Cunha, 2001). Do ponto de vista do comércio de mercadorias, as exportações intra-regionais representavam, no final dos anos 1990, 37% do total das exportações das maiores economias da região, com exceção do Japão (gráfico 6).¹⁵ É, ainda, um nível inferior ao verificado na região do euro ou do Nafta (Área de Livre Comércio da América do Norte). Todavia, há um maior crescimento relativo do comércio intra-regional na Ásia do que em outras regiões (Henning, 2002a, 2002b; ADB, 2002; Lee *et al.*, 2002).

Na dimensão financeira, a integração regional fica menos evidente, mesmo com a liderança regional japonesa, em termo dos investimentos exter-

nos diretos e de crédito bancário. Entre meados dos anos 80 e a crise financeira, o Japão foi um importante provedor de capitais na região. A apreciação cambial do iene (*endaka*) estimulou a extroversão produtiva dos seus principais grupos econômicos. Estes buscavam reduzir custos através de fontes alternativas de matéria-prima e mão-de-obra, além de países cujo câmbio fosse mais competitivo e cujas restrições de acesso aos mercados norte-americano e europeu não fossem tão significativas. Como resultado, utilizou-se do mecanismo do investimento direto externo (IDE), em suas diversas formas — instalação de plantas produtivas, licenciamento de tecnologia, parcerias estratégicas etc. — para ampliar o escopo da sua influência econômica na região.

Ito (1999) estimou em US\$ 617 bilhões o volume de IDE gerado pelos japoneses entre 1951 e 1997. Deste montante, 59% teria se formado entre 1990 e 1997.¹⁶ Algo em torno de um quinto daqueles recursos direcionaram-se para os principais países da região.¹⁷ No período 1990-1997, Malásia, Indonésia, Tailândia e Filipinas receberam 9% dos investimentos japoneses, e a China, 4%. Além disso, em 1997 o Japão respondia por 32% do passivo bancário da região, contra 8% dos EUA e 40% dos países da Europa. Nesse mesmo ano, na América Latina, 50% dos passivos em divisas eram provenientes de países europeus, 28% dos EUA e somente 6% do Japão.¹⁸ Portanto, esse último país conformou, no espaço regional asiático, especialmente nos países em desenvolvimento da região, bases ampliadas para a acumulação de capital das suas empresas e instituições financeiras. Porém, a partir de 1997, tem-se notado uma queda acentuada dos investimentos e créditos bancários japoneses. Se as estimativas de Ito (1999) apontam para um fluxo anual médio de IDE acima de US\$ 10 bilhões/ano para o período 1991-1997, Park e Bae (2002) reportam fluxos anuais médios de US\$ 6 bilhões entre 1998 e 2001.¹⁹ Uma queda de cerca de 40%. A mesma tendência aparece com os créditos bancários. Coréia, Taiwan e Cingapura também reduziram investimentos na região no período pós-crise (Park e Bae, 2002; Lee *et al.*, 2002).

Park e Bae (2002) realizaram uma *survey* com os principais estudos sobre a integração financeira da Ásia. Os autores partem da constatação de que “dados confiáveis sobre os fluxos de capitais intra ou inter-regional não estão disponíveis” (p. 9). Os autores avaliam dois tipos de evidências indire-

tas da integração financeira regional: (i) os potenciais destinos da poupança em divisas da região; e (ii) o movimento conjunto dos preços dos ativos. Sugerem que a integração intra-regional tende a ser menor que a integração com os mercados ocidentais mais desenvolvidos. No primeiro caso, a evidência indireta emergiria pelo contraste entre a região ser estruturalmente poupadora, tendo apresentado superávits externos crescentes depois de 1997, e o fato de que os investimentos intra-regionais estão em queda nos últimos cinco anos. Concluem, com isso, que essa “poupança financeira” estaria indo para terceiros mercados. Além disso, os preços dos ativos financeiros locais estariam muito mais vinculados ao preço de ativos das principais praças financeiras ocidentais. Realizando testes de co-integração com preços de vários ativos financeiros, Park e Bae (2002) chegam a resultados semelhantes: a existência de um vínculo maior entre os mercados financeiros da Ásia e os dos principais países industrializados do Ocidente²⁰ (Frankel e Chinn, 1993; Park e Song, 2000; Lee *et al.*, 2002). A crise financeira de 1997 teria tornado essa maior integração com terceiros mercados um sinal adicional de vulnerabilidade potencial. Em situações de “pânico”, os fundos tenderiam a refluir da região.

McCauley *et al.* (2002) concordam com este último argumento e, como não poderia deixar de ser, encontram sólidas evidências de que há uma estreita ligação entre as principais praças financeiras da região e o circuito Nova York-Londres. Porém, ao contrário da maioria dos trabalhos sobre o tema, esses autores sustentam que as finanças asiáticas são bem mais integradas do que a sabedoria convencional sugere. Tomando o mercado de títulos (*bonds*) entre abril de 1999 e agosto de 2002, McCauley *et al.* (2002) verificaram que, em uma amostra de 71 emissões das principais economias da região asiática²¹ envolvendo US\$ 41 bilhões (o que equivaleu a dois terços do total das emissões no período), os compradores asiáticos (incluindo o Japão) responderam por 46% do total distribuído. Por outro lado, os *trustees* responsáveis pelas emissões eram predominantemente ocidentais — 54% dos EUA e 29% da Europa. Somente 19% do valor emitido foi colocado no mercado por *bookrunners* asiáticos. No mesmo período, tomando os empréstimos sindicalizados, os autores verificaram uma integração ainda maior: 63% dos créditos originaram-se de bancos de países do Leste Asiático e do Japão. Os bancos norte-americanos teriam respondido por 12% dos créditos; e os europeus, por 23%.

McCauley *et al.* (2002) procuraram dissecar as características específicas das 1.195 operações de empréstimos sindicalizados, realizando regressões contra as seguintes variáveis: tamanho, maturidade, moeda, finalidade do empréstimo, *rating* do tomador, setor e residência do tomador. Alguns resultados merecem destaque: (i) o dólar norte-americano representou mais de 70% dos créditos tomados pela China, Coréia, Malásia e Filipinas; (ii) para Hong Kong, Cingapura, Taiwan e Tailândia, predominaram as denominações de créditos nas moedas domésticas; (iii) quanto maior o valor dos empréstimos, menor a participação de instituições asiáticas, o que para os autores sugere o fato de que quanto maior o risco, maior a participação de instituições não-asiáticas (tal qual o verificado no mercado de bônus); (iv) do ponto de vista setorial, os asiáticos participariam menos em operações associadas a *project finance*, construção naval e aviação; sua presença foi mais marcante na construção civil, setor imobiliário, alta tecnologia e serviços financeiros em geral para pessoas físicas e instituições não-financeiras; (v) quanto melhor o risco (*investment grade*), menor a participação dos asiáticos. Os autores concluem que haveria evidências reais de uma maior integração financeira regional nos mercados privados, no período recente. Mais em créditos bancários do que em títulos, é bem verdade. Mas, ainda assim, em uma direção coerente com os esforços oficiais de integração, como a ICM. Esse esforço oficial poderia estar vindo no rastro de um movimento de mercado.

Com respeito à mobilidade do fator trabalho, há evidências de que os países mais pobres da região têm se constituído em fontes de exportação de mão-de-obra. Uma forma indireta de verificação está no aumento das remessas de recursos dos emigrantes, capturados na conta de transferências unilaterais do balanço de pagamentos. No caso das Filipinas, tais recursos atingiram a cifra de 8% do PIB em 2000. Se os EUA e o Oriente Médio eram os destinos mais comuns dos emigrantes, a partir dos anos 90, Hong Kong, Malásia e Cingapura passaram a ser destinos importantes. Já no caso dos países do sul da Ásia, onde há um movimento consistente de expulsão de trabalhadores em função dos baixos níveis de renda e elevado desemprego (em comparação com os países mais dinâmicos do continente ou outras economias avançadas), a renda remetida pelos emigrantes tem sido uma das principais fontes de divisa. Em 2000, tais influxos equivaleram a 13% do

PIB de Bangladesh, 7% de Sri Lanka e 2% da Índia e do Paquistão. Apesar de restrições legais à imigração, Japão e Malásia, são os principais importadores de mão-de-obra da região. Estima-se que, em meados da década de 1990, havia cerca de 1,3 milhão de trabalhadores estrangeiros ilegais no Japão e 500 mil na Malásia (Agarwala e Prakash, 2002).

Para além dos resultados positivos gerados pela integração econômica verificada nas últimas duas décadas, o apelo favorável à ICM estaria nos ganhos derivados da necessidade de uma maior aproximação entre os países da região. O desenvolvimento da ICM passaria, necessariamente, pela criação de mecanismos de supervisão e monitoramento regional. Estes, por sua vez, só seriam possíveis com uma efetiva cooperação política e institucional. Assim, um subproduto possível da ICM seria o aumento do custo de oportunidade associado aos históricos conflitos entre as potências regionais, especialmente Japão e China. Nos termos de Henning (2002: 2), “pelo aumento do *custo econômico* das disputas políticas, pode-se gerar um incentivo adicional para a resolução dos conflitos de forma pacífica” (grifos do original). Ainda sob uma perspectiva política, a região reduziria sua exposição às decisões do Congresso norte-americano. Em 1997-1998, houve forte oposição à suplementação de recursos para o FMI, necessários para lastrear os pacotes de socorro aos países asiáticos. Todavia, Henning (2002a, 2002b) defende a existência complementar do FMI com arranjos regionais como a ICM.

Em contrapartida, críticos da ICM²² temem que esta mesma postura dos parlamentares dos países do G7 (especialmente nos EUA) tenda a se tornar mais rígida, ao se perceber a “potencial” redundância entre os fundos regionais e o FMI. Tal raciocínio levaria ao seguinte questionamento: por que ampliar os limites de recursos do Fundo, se há arranjos como a ICM? Da mesma forma, tais críticos temem a ampliação do risco moral. Sem as rígidas condicionalidades do FMI, os governos seriam mais lenientes na condução de políticas de ajuste estrutural. Na verdade, tais riscos estariam presentes com ou sem a existência da ICM. O que essa inovação parece conferir à região — também de forma ainda potencial — é a possibilidade de ampliar suas linhas de defesa ante o risco de crises financeiras. Tal potencialidade poderá aflorar no caso do aprofundamento da integração institucional.

Ainda em uma abordagem cética, Eichengreen (2002a, 2002b) questiona a possibilidade de transformação da ICM em um arranjo semelhante ao Sistema Monetário Europeu (SME), etapa anterior à criação do euro. Funda seu ceticismo nos seguintes argumentos: em primeiro lugar, lembra a grande heterogeneidade dos seus países membros, com rendas fluando entre US\$ 1,5 mil, no Laos, e US\$ 25 mil, no Japão,²³ refletindo distintos graus de maturidade econômica. Com isso, seria pouco provável o alcance, no curto prazo, de um regime monetário-cambial adequado às especificidades de cada país. Além disso, a forte ligação com os mercados comerciais e financeiros do Ocidente tornaria a Ásia uma região menos “autocontida” do que, por exemplo, a Europa Ocidental ou a América do Norte. Mesmo a região do euro, mais homogênea, enfrentou, em diversos momentos, forte instabilidade no arranjo do SME, além de conflitos comerciais e financeiros. A construção de uma base institucional e política com um viés integracionista, solidamente alicerçada em uma perspectiva estratégica de longo prazo, permitiu a resolução dos problemas de curto prazo. Isto levaria à terceira constatação do autor: a região asiática seria menos integrada politicamente do que outras regiões bem-sucedidas na implementação de acordos regionais, comerciais ou financeiros. Os governos asiáticos tenderiam a olhar com maior desconfiança para instituições multilaterais fortes o suficiente para sinalizar, desde fora, políticas domésticas.

Há um relativo consenso na literatura de que a “vontade política” é um elemento central em qualquer estratégia de integração. Evidentemente, condições objetivas, tais como as apontadas anteriormente, devem estar presentes. Neste sentido, as observações de Eichengreen devem ser levantadas em consideração, em pelo menos dois sentidos. Em primeiro lugar, sobre o destino da ICM. Nos marcos atuais, ela aparentemente tem pouco fôlego para dar conta de estabilizar as finanças regionais em um contexto de crise. Os recursos potencialmente mobilizáveis são bem inferiores ao custo de enfrentamento da crise de 1997 e 1998. Uma ampliação no limite acessível de recursos do Arranjo de Swap da Asean (ASA) e dos *swaps* bilaterais, bem como um rápido amadurecimento dos arranjos regionais de monitoramento e supervisão poderiam sinalizar que a ICM é “para valer”. Todavia, até agora, os sinais neste sentido são pouco consistentes. A esta constatação, Park (2002a, 2002b) acrescenta três dificuldades adicionais: (i) a reduzida

convergência entre a ICM e outros arranjos regionais com objetivos adjacentes, como o Arcabouço de Manila,²⁴ da qual fazem parte EUA, Austrália e Nova Zelândia; (ii) o efeito de “desvio de atenção” gerado pelo recente esforço de viabilizar acordos de livre comércio na região;²⁵ e (iii) a falta de uma liderança regional clara.

Há uma disputa crescente entre China e Japão, em diversas frentes. No caso da ICM, o Japão parece estar pleiteando um papel central na construção da base institucional das políticas de monitoramento e supervisão. Nestes marcos, Park (2002b) sugere alguns cenários possíveis. No primeiro, a China cederia àquela pretensão do Japão, solicitando em troca uma ampliação da ajuda oficial aos países da Asean e a ampliação dos limites dos acordos bilaterais, no âmbito da ICM. Isto viria ao encontro da estratégia de estabelecimento de uma área de livre comércio (ALC) com a Asean, pois fortaleceria a posição (em divisas) externa desses países. Outro cenário, mais belicoso, envolveria a assunção, pela China, de um papel mais ativo na liderança regional. A ampliação unilateral dos arranjos de *swap* e a criação de uma ALC poderiam transformar a ICM em um acordo do tipo Asean+1. Em uma terceira alternativa, a ICM seria ampliada com a inclusão da Austrália, Nova Zelândia e países do sul da Ásia, o que tenderia, segundo o autor, a fortalecer a posição japonesa. Todavia, este caminho poderia esbarrar em uma posição ainda majoritária do Asean + 3, qual seja: a convicção de que há a necessidade inicial de amadurecer a ICM, antes da inclusão de novos países.

Para Park (2002b), o cenário mais provável no momento seria o direcionamento dos esforços integracionistas no fortalecimento dos laços políticos e institucionais do Asean + 3. Isto passaria pela definição das modalidades de interlocução política e do padrão de monitoramento e supervisão dos países membros. Os governos asiáticos estão observando com atenção os resultados da criação do euro e, em especial, aguardam a expansão rumo aos países do leste. Com a incorporação de países menos desenvolvidos, a União Européia e o euro passarão por um importante teste. A experiência européia poderá ser um laboratório menos distante da realidade asiática atual, onde se encontra uma maior assimetria no desenvolvimento econômico e nos interesses estratégicos. O sucesso na digestão de novos parceiros reforçará o poder de emulação do euro, com efeitos tendencialmente positivos no Pacífico Asiático.

4. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A ICM é um dos resultados da crise financeira de 1997-1998. Depois de um processo rápido de liberalização e desregulamentação, várias economias na região passaram por um ciclo financeiro marcado pelo excesso de investimentos com endividamento externo de curto prazo. Os maciços influxos de capitais externos alimentaram o *boom*. O posterior refluxo, em meio a um movimento de pânico com contágio, precipitou o *bust*. Interrompeu-se o vigoroso crescimento que já durava mais de três décadas. Em alguns casos, experimentou-se a primeira queda real de renda em todo o período do pós-guerra. A crise, os pacotes de socorro liderados pelos órgãos multilaterais e suas condicionalidades e as reformas estruturais, especialmente nos sistemas financeiros e corporativos, marcaram os anos que se seguiram. Nem mesmo a (também impressionante) rápida recuperação de algumas economias foi capaz de reverter o trauma gerado pela fragilização externa. A busca de reduzir este tipo de vulnerabilidade, minimizando, também, a potencial dependência do apoio dos órgãos oficiais sediados em Washington, tornou-se, aparentemente, um elemento decisivo no cálculo político local.

Neste artigo, argumentou-se que a idéia de uma maior coordenação regional deve ser entendida como o resultado da busca da criação de novos graus de autonomia na execução das políticas econômicas, para além dos espaços nacionais que assentaram, no passado, as experiências individuais de desenvolvimento acelerado na região. Ainda é cedo para afirmar que a ICM conduzirá, efetivamente, a uma maior integração financeira ou monetária. Os indicadores usuais derivados da teoria das “áreas monetárias ótimas” sugerem que a região ainda encontra-se em um estágio inicial para a viabilização de um processo mais robusto de integração monetária e financeira. Além disso, a diversidade das estruturas econômicas e de interesses estratégicos entre os países da região poderá vir a ser um empecilho, caso a vontade política não seja suficientemente forte para contrabalançar as dificuldades intrínsecas a este tipo de construção institucional.

Todavia, um importante primeiro passo foi dado. E o sucesso da ICM demandará o aprofundamento do comprometimento dos países signatários do acordo com seu efetivo funcionamento. Os ganhos derivados da maior cooperação regional, agora com a necessidade de uma clara institucionalização (como na questão do monitoramento e da supervisão do desempe-

inho macroeconômico e das políticas adotadas em cada país), poderão levar a um processo cumulativo de sucesso, seguido de fortalecimento da confiança mútua, afirmação das instituições criadas e passos adiante na integração. Assim, o Pacífico Asiático estaria sinalizando, no âmbito das regiões em desenvolvimento (em que pese a presença japonesa em seu arranjo), para a possibilidade de constituição de novas modalidades de políticas desenvolvimentistas no ambiente de globalização, onde o espaço regional ganha contornos de maior importância.

NOTAS

1. O déficit em transações correntes foi crescente para as EACs: US\$ 13,5 bilhões em 1993; US\$ 23,2 bilhões em 1994; US\$ 40 bilhões em 1995; e US\$ 53 bilhões em 1996. Em termos do PIB conjunto da região, equivaleram a: 1,8%, 2,7%, 4% e 4,8%. No ajuste pós-crise, os déficits transformaram-se em superávits: US\$ 70 bilhões em 1998 (10,5% do PIB conjunto); US\$ 63 bilhões em 1999 (7,6% do PIB); US\$ 46 bilhões em 2000 (5,1% do PIB); e US\$ 31 bilhões em 2001 (3,7% do PIB). Com isso, as EACs acumularam reservas na ordem de US\$ 116 bilhões ou 3,8% do PIB a.a., em média (cálculos do autor com dados do *World Economic Outlook*, dezembro de 2001, www.imf.org).
2. Em 1995 e 1996, as EACs receberam cerca de US\$ 130 bilhões em fluxos líquidos de capitais privados, equívalendo a 6% do PIB dos cinco países, em média (estimativas do autor a partir dos dados da base do *World Economic Outlook*, dezembro de 2001, www.imf.org).
3. Association of South-East Asian Nations: Indonésia, Malásia, Tailândia, Filipinas, Cingapura, Laos, Brunei, Camboja, Vietnã e Míamar.
4. Cálculos do autor a partir da base de dados do FMI (*World Economic Outlook Database*, maio de 2001), disponível na *homepage* do Fundo, www.imf.org. Nos anos 70, os países abrigados com o rótulo de mercados emergentes receberam, em média, US\$ 33,4 bilhões por ano em capitais privados e oficiais. Este valor elevou-se para US\$ 43,6 bilhões/ano na década de 1980, e US\$ 156,6 bilhões/ano nos anos 90. Para aqueles cinco países asiáticos, essas cifras foram, respectivamente, de US\$ 7,2 bilhões, US\$ 8,9 bilhões e US\$ 23,7 bilhões. Houve, nesse período, uma mudança na composição dos fluxos de capitais, na medida em que na década de 1990, mais de 80% daqueles eram de fontes privadas (investimento direto, portfólio, empréstimos bancários etc.), contra 35%, em média, nos anos 80, e 58% na média dos anos 70. Quando se verifica a composição dos capitais privados, nota-se que havia, nos anos 70, um predomínio de formas sindicalizadas de créditos bancários. Nos anos 80 e 90, os investimentos diretos e de portfólio passaram a ter maior importância.
5. Padrão que vem se repetindo no ajuste pós-crise, conforme analisado no capítulo 5 de Cunha (2001).
6. Do ponto de vista micro e da eficiência global dos investimentos, medida pela Icor (*incremental capital-output ratio*) — que relaciona o nível agregado de investimentos com

- relação ao PIB e o ritmo de crescimento deste —, quanto maior essa taxa, maior o volume de investimento necessário para o crescimento da renda e, assim, menor a eficiência do investimento (Pomerleano, 1998; World Bank, 1998, 2000b; Cunha, 2001).
7. Corsseti *et al.* (1998) formalizaram a relação *moral hazard versus* decisões de investimento.
 8. Em agosto de 1997, o FMI aprovou um pacote de 34 meses, da ordem de US\$ 4 bilhões, para a Tailândia. Com os recursos bilaterais e multilaterais de outras fontes, o auxílio total chegou a US\$ 17,2 bilhões (dos quais US\$ 14,1 foram efetivamente utilizados). Nos estágios iniciais de implementação, a Tailândia fechou IFs (das quais 56 financeiras falidas), aumentou fortemente a taxa de juros e fez cortes orçamentários para liberar recursos que iriam suportar o auxílio às IFs. Com o aprofundamento da crise, o programa foi revisado. Em meados de 1998, os juros foram reduzidos para o nível pré-crise e o *target* fiscal passou de um déficit projetado de 2% para 6%. Passou-se a priorizar as reformas estruturais de fortalecimento do sistema financeiro. Em dezembro de 1997, o Fundo aprovou o programa para a Coreia: US\$ 21 bilhões em três anos. O foco da política de ajuste modificou-se, como no caso da Tailândia. Passou-se a priorizar a recuperação do crescimento e as reformas estruturais — liberalização da conta capital, reestruturação financeira e corporativa, flexibilização do mercado de trabalho etc. A Indonésia solicitou, em outubro de 1997, um acordo *stand-by* de US\$ 10 bilhões, no qual só parte dos recursos foi aprovada. Obteve, ainda, US\$ 1,4 bilhão em julho de 1998. Em fevereiro de 2000, o Fundo aprovou um programa de US\$ 5 bilhões para os três anos seguintes. O Fundo enfatizou as reformas estruturais. Em 1997, as Filipinas já estavam sob abrigo de um programa do FMI, que foi estendido até 1998. Outros países da região, como a China, passaram a receber o Fundo como *advisor* (IMF, 2000; Boorman *et al.*, 2000).
 9. “O processo de monitoramento do Asean é o primeiro esforço concreto de um grupo de países em desenvolvimento em trocar informações sobre o desenvolvimento econômico e políticas, e considerar as repostas individuais e coletivas a eventos que possam impactar, negativamente, o bem-estar sub-regional” (Aric, 2000: 1).
 10. “O interesse com relação à opção regional atraiu uma renovada atenção com a crise asiática de 1997-1998. Isto foi o reflexo da percepção de que as recomendações e condicionalidades das instituições financeiras internacionais foram formatadas, de forma inadequada, às particularidades das crises, e que estas instituições falharam em perceber as formas distintas do aporte asiático para o crescimento e aprendizado econômico. Esta experiência deu origem às discussões para a constituição de um Fundo Monetário Asiático” (ADB, 2001b: 191).
 11. Stiglitz (2002: 150-151) foi mais explícito na explicação do fracasso na criação de um Fundo Monetário Asiático e de como a ICM foi seu *second best*: “Em 1997, o Japão ofereceu cem bilhões de dólares para ajudar a criar um Fundo Monetário Asiático, cujo intuito é financiar as ações necessárias para estimular as economias da região. Mas o Tesouro dos Estados Unidos fez tudo o que podia para reprimir essa idéia. O FMI entrou na briga. O motivo da posição do Fundo era claro: embora fosse um forte defensor da concorrência de mercado, ele não a queria em sua própria seara, e o Fundo Monetário Asiático ofereceria essa concorrência. A motivação do Tesouro dos Estados Unidos era

semelhante. Como único acionista do FMI com poder de veto, o governo norte-americano tinha voz considerável nas políticas do Fundo. Sabia-se que o Japão discordava contundentemente das ações do FMI — eu mesmo participei de diversas reuniões com altas autoridades japonesas nas quais elas expressaram dúvidas em relação às políticas do FMI, dúvidas quase idênticas às minhas. Sendo o Japão e talvez a China os prováveis maiores contribuintes do Fundo Monetário Asiático, suas vozes predominariam, oferecendo desafio real à ‘liderança’ — e controle — norte-americana (...) A supressão do Fundo Monetário Asiático ainda é motivo de ressentimento na Ásia, e muitas autoridades falam sobre o incidente com indignação. Três anos após a crise, os países do Leste Asiático finalmente se reuniram para iniciar, sem alarde, a criação de uma versão mais modesta do Fundo Monetário Asiático, sob a inócua denominação de Iniciativa Chang (sic) Mai, nome da cidade no norte da Tailândia onde foi lançada.”

12. Os governos soberanos, ao emitirem títulos de dívida, comprometem-se a honrar cláusulas de recompra que estabelecem, *ex-ante*, o preço e a data da recompra. Isto garante a liquidez (na colocação dos títulos) com prêmios não desprezíveis (Escap, 2002).
13. “Os acordos entre os governos e bancos centrais do Leste Asiático estão limitados, até agora, principalmente a questões financeiras — os arranjos de *swaps*, o monitoramento dos fluxos financeiros e a supervisão mútua. Eles ainda não embarcaram em uma cooperação cambial ou monetária robusta. Uma cooperação monetária mais ambiciosa iria requerer uma cooperação financeira ambiciosa correspondente. Mas a cooperação financeira regional serve a vários propósitos importantes, mesmo na ausência de uma cooperação monetária, assim como o FMI possui propósitos úteis mesmo com o fim do regime cambial de Bretton Woods” (Henning, 2002: 11).
14. Baig e Goldfajn (1998) identificaram o efeito-contágio na crise asiática. Utilizando dados diários para o período 1995-1998, os autores testaram o movimento conjunto dos mercados financeiros (câmbio, ações, *spreads* de risco e juros). O movimento conjunto dos *spreads* nas EACs evidenciou correlações positivas e significativas — entre 0,51 (Tailândia-Malásia) até 0,91 (Malásia-Indonésia). Identificou-se um forte contágio entre Tailândia e Indonésia, evidência que reforça o argumento de Radalet e Sachs (1998a, 1998b). O FMI também buscou evidências empíricas do contágio nas crises recentes (IMF, 2001a). Definiu-se contágio como a tendência de movimento conjunto entre os *spreads* dos mercados emergentes (utilizando o índice EMBI): quanto maior a correlação, maior o contágio (compras ou vendas em bloco). Entre 1994 e 2000, usando os dados diários, encontrou-se uma correlação de 0,51 para o conjunto dos mercados emergentes. Na crise asiática, a correlação atingiu 0,92, a mais alta no período. Park e Song (2000) encontraram evidências de contágio: “A crise do Leste Asiático deve ser atribuída, em grande medida, à reação de pânico e ao comportamento de manada dos investidores externos, mais do que à deterioração dos fundamentos; e, por esta razão, a crise na Tailândia foi muito mais contagiosa do que outras” (p. 3). Ver, também, Kaminsky e Reinhart (2001).
15. Eichengreen (2002a) aponta um crescimento do comércio intra-regional na Ásia. Porém, suas estimativas, com base nos dados do FMI (International Financial Statistics e Direction of Trade Statistics), apontam para uma expansão mais modesta. Na região do

- Asean + 3, o comércio intra-regional teria passado de 14% em 1990 para 18%, em 2000. Na região do euro, estes indicadores seriam, respectivamente, de 60% e 63%; no Nafta, de 19% e 24%. Normalizando esta medida pela participação de cada região no comércio mundial, segue-se encontrando uma integração maior na Europa.
16. Esta proporção tende a estar superestimada, pois o autor calculou o IDE em dólares correntes, convertidos do iene, pela taxa de câmbio média de cada ano.
 17. Coreia do Sul, Taiwan, Cingapura, Hong Kong, Malásia, Indonésia, Tailândia, Filipinas e China.
 18. Os bancos desempenharam um papel central neste processo. No final de 1985, os bancos japoneses com atuação internacional possuíam um estoque de haveres de US\$ 192,4 bilhões, dos quais 48% aplicados na Ásia, especialmente nos centros *off shore* de Hong Kong e Cingapura. No final do primeiro semestre de 1997, às vésperas da crise, o Japão possuía US\$ 405 bilhões em haveres bancários, 68% localizados no continente asiático. Nos anos 1980 e 1990, o Japão tornou-se o principal credor bancário individual da região, chegando, em alguns momentos, a deter cerca de 60% dos haveres da Malásia, Indonésia e Tailândia (Cunha, 2001). Comparativamente, o máximo de participação individual daquele país no total dos haveres bancários das instituições que reportam seus dados ao BIS foi de 34%, no final de 1989. A partir de então, a longa crise financeira implicou a redução dessa participação. Nos centros *off shore* (COS), o Japão chegou a deter 47% dos haveres bancários internacionais, em função de sua presença maciça em Hong Kong e Cingapura, centros financeiros irradiadores de investimentos na região.
 19. Ambos trabalham com fontes oficiais. Ito (1999) com os Annual Report of the International Finance, do Ministério das Finanças (<http://www.mof.go.jp>). Park e Bae (2002) utilizam os dados da Jetro – Jetro Investment White Papers Reports, <http://www.jetro.go.jp>.
 20. “(...) desde a irrupção da crise em 1997-1998, os empréstimos bancários e o IDE para outras economias do Leste Asiático vêm caindo dramaticamente (ver tabelas 3 e 4). Da mesma forma com o IDE de Coreia e Taiwan para os outros países do Leste Asiático (ver tabelas 5 e 6). Os dados de IDE de Cingapura são provisórios, mais o IDE para Malásia e Indonésia caiu durante o período pós-crise, de 1997 a 1999 (ver tabela 7). Daí resulta que seria razoável assumir que os fluxos financeiros intra-regionais no Leste Asiático têm sido menores do que os fluxos inter-regionais entre, de um lado, o Leste Asiático e, de outro, a América do Norte e a Europa. Esta característica dos movimentos de capitais inter-regionais tem se tornado mais visível com o crescimento dos superávits em conta corrente de Indonésia, Malásia, Coreia e Tailândia (ver tabela 2), o que provê uma evidência indireta de que, em seu processo de liberalização financeira, *os países do Leste Asiático têm forjado laços financeiros mais fortes com a América do Norte e a Europa do que com seus vizinhos*” (Park e Bae, 2002: 9, grifos nossos).
 21. China, Hong Kong, Índia, Indonésia, Coreia, Malásia, Filipinas, Cingapura, Tailândia e Asia Development Bank (supranacional).
 22. Referências em Henning (2002a, 2002b). Posições céticas quanto ao futuro da ICM podem ser encontradas em Eichengreen (2002a, 2002b) e em Bayoumi *et al.* (2000).

23. Medidos em paridade poder de compra para 1999, conforme o *World Development Indicators* de 2001, do Banco Mundial.
24. Criado em 1996, no âmbito da Apec (Cooperação Econômica Ásia-Pacífico), o arcabouço de Manila tem quatro objetivos centrais: (i) permitir o crescimento sustentável e o desenvolvimento equitativo na região; (ii) reduzir as disparidades entre seus membros; (iii) aprimorar o bem-estar econômico e social das pessoas; e (iv) aprofundar o espírito de comunidade na região. Depois da crise financeira, os temas monitoramento do desempenho econômico e supervisão das políticas implementadas passaram a ganhar destaque. Ver: <http://www.apecsec.org.sg/>.
25. Até o primeiro semestre de 2002, a Asean já havia acordado a criação de uma área de livre comércio (ALC). O Japão negociou uma ALC com Cingapura e propôs um acordo similar à Coreia. A China deseja estabelecer ALCs com a Asean e outros países asiáticos (Park, 2002a).

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ADB (2001a) *Asia Recovery Report 2001*, March. Manila: Asia Development Bank.
- (2001b) *Asia Development Outlook 2001*. Manila: Asia Development Bank.
- (2002) *Asia Economic Monitor 2002*, July. Manila: Asia Development Bank.
- AGARWALA, R., PRAKASH, B. (2002) *Regional Cooperation in Asia: long term progress, recent retrogression, and way forward*. ERD Working Paper Series, n. 28. Manila: Asia Development Bank.
- AKYÜZ, Y. (1998) *The East Asian Financial Crisis: back to the future?* Genebra: United Nations Conference on Trade and Development – United Nations.
- ALESINA, A., BARRO, R. J., TENREYRO, S. (2002) *Optimal Currency Areas*. Texto disponível em: <http://post.economics.harvard.edu/faculty/alesina/papers.html>
- ARIC (2000) *Regional Monetary Cooperation in East Asia: a survey*. Manila: Asia Recovery Information Center.
- ASEAN (1977) *Memorandum of Understanding on the Asean Swap Arrangements*. Disponível em: <http://www.aseansec.org/6297.htm> (informação capturada em janeiro de 2003).
- BAIG, T., GOLDFAJN, I. (1998) “Financial Market Contagion in the Asia Crises”. *IMF Working Paper*, WP/98/155. Washington, DC: International Monetary Fund.
- BAYOUMI, T., EICHENGREEN, B., MAURO, P. (2000) “On regional monetary arrangements for Asean”. *CEPR Discussion Paper*, n. 2.411.
- BELLUZZO, L. G. de M. (1998) “Notas sobre a crise da Ásia”. *Praga, estudos marxistas*, n. 5. São Paulo: Hucitec.
- BERG, A. (1999) “The Asian crisis: causes, policy responses, and outcomes”. *IMF Working Paper*, n. 138, October. Washington DC: International Monetary Fund.
- BOORMAN, J., LANE, T., SCHULZE-GHATTAS, M., BULÍR, A., GHOSH, A. R., HAMANN, J., MOURMOURAS, A., PHILIPS, S. (2000) “Managing financial crises: the experience of East Asia”. *IMF Working Paper*, WP/00/147. Washington: IMF.

- CARDIM DE CARVALHO, F. (2001) "The IMF as crisis manager: an assessment of the strategy in the Asia and of its criticisms". *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 23, n. 2, p. 235-266.
- CHANG, H., PARK, H. J., YOO, C. G. (1998) "Interpreting the Korean crisis: financial liberalisation, industrial policy, and corporate governance". *Cambridge Journal of Economics*, v. 22, n. 6 (draft version).
- CORSETTI, G., PESSETI, P. (2002) "Self-Validating Optimum Currency Areas". *NBER Working Paper*, 8.783. Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research.
- , ———, ROUBINI, N. (1998) *Paper Tigers? A preliminary assessment of the Asian crisis*. NBER-Bank of Portugal Seminar on Macroeconomics (ISOM), Lisboa, 14 e 15 de junho (mimeo).
- , ———, ——— (2000) *Fundamental Determinants of the Asian Crisis*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- CUNHA, A. M. (1999) "A crise asiática: para além das explicações convencionais". *Ensaios FEE*, v. 20, n. 2. Porto Alegre: Fundação de Economia e Estatística, p. 159-187.
- (2001) "Crise no pacífico asiático: causas e conseqüências". Tese de doutoramento (não publicada). Campinas: Instituto de Economia/Unicamp.
- DYMSKI, G. (1998) "*Bubble Economy*" and *Financial Crisis in East Asia and California: a spatialized Minsky perspective*. Riverside: Department of Economy – University of California.
- EICHENGREEN, B. (1999a) *Toward a New International Financial Architecture: a practical post-Asia agenda*. Institute for International Economics.
- (1999b) *Strengthening the International Financial Architecture: where do we stand?* (<http://emlab.berkeley.edu/users/eichengr/POLICY.HTM>).
- (2001) *Strengthening the International Financial Architecture: open issues, Asian Concerns* (<http://emlab.berkeley.edu/users/eichengr/POLICY.HTM>).
- (2002a) *What to do with the Chiang Mai Initiative?* Prepared for the Asian Economic Panel Meeting, Tokyo, May (mimeo).
- (2002b) *Whither Monetary and Financial Cooperation in Asia?* PECC Financial Forum Conference, "Issues and Prospects for Regional Cooperation for Financial Stability and Development", Honolulu, August.
- ESCAP (2002) *Bulletin on Asia-Pacific Perspectives 2002/2003: Sustaining Growth Amidst Uncertainties*. Bangkok: United Nations Economic and Social Commission for Asia and Pacific. Disponível no site: www.unescap.org
- FISCHER, S. (2001) *Asia and the IMF*. Washington: International Monetary Fund.
- FRANKEL, J., CHINN, M. D. (1993) *Financial Links around the Pacific Rim, 1982-1992*. Pacific Basin Working Paper Series 93/08. Federal Reserve Bank of San Francisco.
- , ROSE, A. (1996) "The endogeneity of the optimum currency area criterium". *NBER Working Paper*, 5.700. Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research.

- , ROUBINI, N. (2000) *The Role of Industrial Country Policies in Emerging Market Crises*. NBER Conference on Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies.
- FURMAN, J., STIGLITZ, J. E. (1998) “Economic crises: evidence and insights from East Asia”. *Brookings Papers on Economic Activity*, n. 2. Washington: Brookings Institution, p. 1-135.
- GOLDSTEIN, M. (2000a) *An Evaluation on Proposals to Reform on International Financial Architecture*. NBER Conference on Management of Currency Crises.
- (2000b) *IMF Structural Programs*. NBER Conference on Economic and Financial Crises in Emerging Markets.
- HENNING, C. R. (2002a) *The Case for Regional Financial Cooperation in East Asia*. PECC Financial Forum Conference, “Issues and Prospects for Regional Cooperation for Financial Stability and Development”, Honolulu, August.
- (2002b) *East Asia Financial Cooperation*. Washington: Institute of International Economics.
- IMF (1998a) *World Economic Outlook*, May. Washington: International Monetary Fund.
- (1998b) *World Economic Outlook*, October. Washington: International Monetary Fund.
- (1998d) *World Economic Outlook and International Capital Markets: interim assessment*, December. Washington: International Monetary Fund.
- (1998e) *Annual Report, 1998*. Washington DC: International Monetary Fund.
- (2000) *Recovery from the Asian Crisis and the Role of the IMF*. Washington: International Monetary Fund.
- (2001a) *Conditionality in Fund-Supported Programs: Overview*, February. Washington: International Monetary Fund.
- (2001b) *Emerging Markets Financing: Quarterly Report on Developments and Prospects*, v. II, n. I. Washington: International Monetary Fund.
- ISLAM, A. (1998) *The Dynamics of Asian Economic Crisis and Selected Policy Implications. Expert Group Meeting: what have we learned one year into the financial crisis in emerging-market economies?* Nova York, 21-23 July. United Nations.
- ITO, T. (1999) *Capital Flows in Asia*. NBER Working Paper 7.134. Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research.
- JOMO, K. S. (2001) “Growth after the Asian crisis: what remains of the East Asian Model?” *G-24 Discussion Paper*, n. 10 (March).
- (2001) “Growth After the Asian Crisis: what remains of the East Asian Model? *G-24 Discussion Paper*, n. 10 (March).
- KAMINSKY, G., REINHART, C. M. (2001) “Banking Landing and Contagion: evidences from tem East Asia Crisis”. In: T. Ito e A. Krueger, *Regional and Global Capital Flows: macroeconomic causes and consequences*. Chicago: University of Chicago Press for the NBER.
- KAPLAN, E., RODRIK, D. (2001) *Did the Malayan capital controls work?* (<http://ksghome.harvard.edu/~drodrrik.academic.ksg/>).

- KRUEGER, A. O. (2000) *IMF Stabilization Programs*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research (mimeo).
- KRUGMAN, P. (1998) *What Happened to Asia?* (mimeo).
- LEE, J., PARK, Y. C., SHIN, K. (2002) *A Currency Union in East Asia* (mimeo). Disponível em: <http://soback.kornet.net/~ycpark/>
- LIM, L. Y.C. (1998) "Whose model failed: implications of the Asian economic crises". *Cooperation South*, n. 2.
- MC CAULEY, R. N., FUNG, S., GADANEZ, B. (2002) "Integrating the Finances of East Asia". *BIS Quarterly Review*, December. Basel: Bank for International Settlements.
- McKINNON, R. (1963) "Optimum Currency Areas". *American Economic Review*, 53, September, p. 717-724.
- MIRANDA, J. C. (1998) "A dinâmica financeira da crise asiática". *Revista Política Externa*, v. 6, n. 4. Rio de Janeiro: Paz e Terra, p. 130-150.
- MUNDELL, R. A. (1961) "A Theory of Optimal Currency". *American Economic Review*, 51, September, p. 657-665.
- PARK, C. Y. (2002a) *Does East Asia Need a New Paradigm of Development?* Seul: Korea University (mimeo).
- (2002b) *Can East Asia Emulate European Economic Integration?* PECC Financial Forum Conference, "Issues and Prospects for Regional Cooperation for Financial Stability and Development", Honolulu, August.
- , BAE, K. (2002) *Financial Liberalization and Economic Integration in East Asia*. PECC Financial Forum Conference, "Issues and Prospects for Regional Cooperation for Financial Stability and Development", Honolulu, August.
- , LEE, J. (2001) "Recovery and sustainability in East Asia". *NBER Working Paper*, 8.373. Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research.
- , SONG, C. (2000) *Financial Contagion in East Asian Crisis: with special reference to the Republic of Korea*. Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research.
- , WANG, Y. (2000) *Reform of the International Financial System and Institutions*. (mimeo).
- POMERLEANO, M. (1998) *The East Asian Crises and Corporate Finances: the untold micro story*. Washington, DC: World Bank.
- RADALET, S., SACHS, J. D. (1998a) "The onset of the East Asian financial crisis". *NBER Working Paper*, 6.680. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- , ——— (1998b) "The East Asian Financial Crisis: diagnosis, remedies, prospects". *Brookings Papers on Economic Activity*, n. 1. Washington, DC: Brookings Institution.
- RANA, P. B. (2002) "Monetary and Financial Cooperation in East Asia: the Chiang Mai initiative and beyond". *NBER Working Paper*, 6. Manila: Asia Development Bank.
- ROSE, A., ENGEL, C. (2000) "Currency Unions and International Integration". *NBER Working Paper*, 7.872. Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research.

- STIGLITZ, J. E. (2002) *A globalização e seus malefícios*. São Paulo: Futura.
- UNCTAD (2002) *Unctad Handbook of Statistics 2002* On Line. Genebra: United Nations Conference on Trade and Development – United Nations. Disponível em: www.unctad.org (dados capturados em janeiro de 2003).
- UNCTAD (1998) *Trade and Development Report 1998*. Genebra: United Nations Conference on Trade and Development.
- UNITED NATIONS (1998) *Trade and Development Report*. Genebra: United Nations Conference on Trade and Development – United Nations.
- (1999) *Trade and Development Report*. Genebra: United Nations Conference on Trade and Development – United Nations.
- (2000) *Trade and Development Report*. Genebra: United Nations Conference on Trade and Development – United Nations.
- (2001) *Trade and Development Report*. Genebra: United Nations Conference on Trade and Development – United Nations.
- WADE, R., VENEROSO, F. (1998) “The Asian Crisis: the high debt model versus the Wall Street-Treasury-IMF complex”. *New Left Review*, n. 228, May/April. Londres: New Left Review Ltd., p. 3-23.
- WORLD BANK (1993) *The East Asian Miracle: economic growth and public policy*. Nova York: Oxford University Press.
- (1998) *East Asia: the road to recovery*. Washington: World Bank.
- (2000a) *Global Development Finance, 2000*. Washington: World Bank.
- (2000b) *East Asia: recovery and beyond*. Washington: World Bank.
- (2001) *East Asia Update*, March. Washington: World Bank.