

ARTIGO/ PAUL KRUGMAN

O que aconteceu com a Ásia?

Parece seguro dizer que ninguém previu nada semelhante à atual crise na Ásia. Na verdade, existiam alguns céticos sobre a região - entre os quais eu mesmo - que consideravam exageradas as afirmações sobre um milagre econômico asiático e argumentavam que a Ásia estava destinada a eventualmente esbarrar em retornos decrescentes. E algumas pessoas - novamente eu me incluo entre elas - levantaram bandeiras de alerta, um ano ou dois antes da crise na Tailândia, notando que os déficits em conta corrente nos países do Sudeste Asiático eram tão ou mais altos do que aqueles da América Latina em 1994, e argumentando que as economias da Ásia não tinham qualquer imunidade especial contra crises financeiras. Mas mesmo os pessimistas esperavam algo como uma crise cambial convencional, seguida no máximo de um modesto desaquecimento, e nós esperávamos que a desaceleração de longo prazo nas taxas de crescimento emergisse apenas gradualmente. Mas o que nós realmente assistimos é algo não apenas mais complexo como mais drástico: colapsos nos mercados domésticos de ativos, falências generalizadas de bancos, quebra de muitas empresas - e o que parece ser uma reversão muito mais severa do que mesmo a mente mais pessimista poderia prever.

Igualmente surpreendente foi constatar a vulnerabilidade de algumas (mas não todas) economias da região ao contágio da crise. A semelhança de experiências entre as economias do chamado "MIT" (Malásia, Indonésia, Tailândia) pode talvez ser compreensível tanto em termos de suas ligações econômicas diretas quanto a partir da constatação de que suas exportações competem entre si. Mas a Coreia do Sul está bem distante do Sudeste Asiático - com menores ligações econômicas diretas - e é estruturalmente muito diferente, tendo há tempos superado a fase de exportar os mesmos produtos intensivos em mão-de obra que ainda dominam as exportações do MIT. Como, então, a crise do Sudeste Asiático pôde infectar a Coreia? De fato, como o "bahtulismo" aparentemente sofreu mutações tornando-se uma doença muito mais virulenta no momento em que atingiu o Nordeste Asiático?

Para compreender a crise, é necessário adotar uma abordagem diferente das questões cambiais

Como costuma acontecer com frequência, aqui nos encontramos brincando de pega-pega teórico - tentando, depois do fato consumado, desenvolver o instrumental para refletir sobre eventos que, afinal, já aconteceram. Ainda assim, de modo algum este é um exercício sem sentido. Primeiro, porque a crise ainda está em curso no momento em que este artigo está sendo escrito, e assim a política econômica vem sendo formulada em tempo real; por isso, qualquer contribuição que possamos trazer à discussão será proveitosa. Além disso, embora esta crise não se enquadre exatamente nos modelos tradicionais de crises cambiais, estes modelos ajudaram a fornecer pelo menos um primeiro instrumental tanto para compreendê-la como para a elaboração de políticas - e aqueles que conheciam estes modelos estavam melhor equipados para fazer previsões do que aqueles que não os conheciam. A questão é que, apesar do fato de que qualquer modelo que nós possamos elaborar sobre a crise asiática de 1997 certamente omitirá características cruciais da próxima crise que vier, ainda assim este modelo será útil.

De qualquer forma, chega de desculpas. O objetivo deste artigo é exatamente esboçar um instrumental para compreensão da natureza da crise na Ásia. (Esta é uma versão informal de um artigo mais técnico, Krugman 1998). Argumentarei que, para compreender o que aconteceu na Ásia, é necessário adotar uma abordagem diferente daquela da teoria tradicional sobre crises cambiais. É claro que as economias da Ásia de fato experimentaram crises cambiais, e os usuais canais especulativos estavam, neste caso, operantes como sempre. Entretanto, estas crises cambiais eram apenas parte de uma crise financeira mais ampla, que tinha muito pouco a ver com moedas nacionais ou mesmo com problemas monetários propriamente ditos. A crise também não teve muito a ver com questões fiscais tradicionais. Em vez disso, para entender o que deu errado, precisamos nos focar em duas questões normalmente negligenciadas nas análises sobre crises cambiais: o papel dos intermediários financeiros (e o risco moral associado a eles, quando são pobremente regulados), e os preços de ativos reais como capital e terra.

Este artigo foi escrito em cinco partes. A primeira apresenta as hipóteses básicas num estilo informal. A segunda brevemente

te revê a análise padrão do problema de risco moral na intermediação financeira, mostrando em seguida como isso pode levar a investimento excessivo no nível agregado. A terceira parte focaliza a questão da precificação de ativos, mostrando como o risco moral pode levar a uma super-precificação dos mesmos; na quarta parte, nós então mostramos como - com algumas premissas plausíveis sobre o comportamento do governo - um regime com risco moral e ativos supervalorizados pode tornar-se vulnerável a crises financeiras. A última seção questiona quão razoável é esta visão com relação à crise asiática.

1. Refletindo sobre a crise asiática

A maioria dos economistas internacionais, incluo-me entre eles, inicialmente viam o redemoinho econômico na Ásia pelas lentes da teoria convencional de crises cambiais. Esta teoria focaliza principalmente - às vezes exclusivamente - a taxa de câmbio, relegando a segundo plano os preços dos outros ativos. O que provoca uma crise nesta teoria convencional? Nos modelos de crises cambiais canônicos da "primeira geração" (Krugman 1979; Flood and Garber, 1984), um governo com um déficit de orçamento persistente financiado por emissão de moeda teria à sua disposição um estoque limitado de reservas para sustentar sua taxa de câmbio; essa política econômica, é claro, é em última análise insustentável - e as tentativas dos investidores de antecipar o colapso inevitável gerariam um ataque especulativo contra a moeda, quando, afinal, as reservas caíssem abaixo de um nível crítico. Nos modelos de "segunda geração" (Obstfeld 1994- 1995), a política adotada é menos mecânica: um governo escolhe se vai ou não defender a taxa de câmbio, levando em conta o trade-off entre flexibilidade macroeconômica de curto prazo e credibilidade de longo prazo. A lógica da crise então emerge do fato de que a defesa da paridade cambial é mais cara (ex: requer mais altas taxas de juros) se o mercado acreditar que essa estratégia é destinada a fracassar no final; como resultado, um ataque especulativo à moeda pode surgir como resultado de uma prevista deterioração futura dos fundamentos macroeconômicos ou meramente através de uma profecia auto-realizável.

Apesar da utilidade destes modelos para a compreensão de muitas crise históricas, entretanto, tem se tornado cada vez mais claro que eles deixam escapar aspectos importantes da crise asiática que se desdobra. É claro, cada crise é única - mas estas crises na Ásia parecem ter se diferenciado do padrão histórico em vários modos fundamentais.

Primeiro, nenhum dos mecanismos geradores de crise nos modelos de crises cambiais da "primeira geração" se encontra presente em quaisquer destas economias em crise da Ásia. Nas vésperas da crise, todos os governos estavam mais ou menos em equilíbrio fiscal; também não estavam envolvidos em criação irresponsável de crédito ou numa política de expansão monetária desenfreada. Suas taxas de inflação, em particular, eram baixas.

Em segundo lugar, embora tenha ocorrido alguma redução do crescimento em 1996, as vítimas asiáticas não tinham níveis substanciais de desemprego quando a crise começou. Não parecia haver, em outras palavras, o típico incentivo para o abandono da taxa de câmbio fixa em favor de uma política monetária expansionista como geralmente é aceito que havia no caso da crise do Exchange Rate Mechanism de 1992 na Europa. (É, é claro, o dia seguinte da desvalorização mostrou uma dramática contração econômica, em lugar de uma expansão).

Em terceiro lugar, em todos os países atingidos houve um surto de expansão e contração dos preços nos mercados de ativos que precedeu a crise cambial: os preços das ações e da terra decolaram, para depois afundarem (apesar de terem caído ainda mais depois da crise).

Finalmente, em todos os países afetados intermediários financeiros parecem ter desempenhado um papel central. Na Tailândia, esse papel de destaque coube às chamadas "financeiras" (finance companies) - intermediários não-bancários que tomam dinheiro a curto prazo, geralmente em dólares, e depois emprestam esse mesmo dinheiro para investidores especulativos, principalmente, mas não somente, no setor imobiliário. Na Coreia do Sul, bancos mais convencionais estavam envolvidos, mas eles também tomavam extensivamente a curto prazo para financiar o que retrospectivamente eram investimentos muito especulativos por corporações altamente alavancadas.

O que tudo isso sugere é que a crise da Ásia pode ser melhor entendida não como um problema trazido por déficits fiscais, como nos modelos da "primeira geração";

tampouco como algo produzido por tentativas macroeconômicas, como nos modelos da "segunda geração", mas como produzida por excessos financeiros e pelo subsequente colapso financeiro.

Na verdade, em uma primeira aproximação, moedas e taxas de câmbio podem ter tido pouco a ver com isso: esta história asiática é realmente sobre uma bolha e um subsequente colapso do preço dos ativos em geral, sendo a crise cambial mais um sintoma do que a causa desta real (nos dois sentidos do termo) doença.

Então, como pareceria um verdadeiro retrato da crise asiática? Deixe-me propor a seguinte história: o problema começou com intermediários financeiros - instituições cujos passivos pareciam contar com garantias implícitas do governo, mas essencialmente desregulamentadas e por isso mesmo sujeitas a um sério problema de risco moral. Suas políticas de crédito excessivamente arriscadas criaram inflação - não nos preços das mercadorias, mas nos preços dos ativos. A superprecificação dos ativos foi sustentada em parte por um tipo de processo circular, no qual a proliferação destes empréstimos de alto risco empurrou para cima o preço destes ativos arriscados, permitindo que a condição financeira dos intermediários parecesse mais sólida do que realmente era.

Nesse círculo vicioso, empréstimos de alto risco contribuíram para supervalorizar os ativos

E então veio a explosão da bolha. O mecanismo da crise, acredito eu, envolveu aquele mesmo processo circular, mas no sentido inverso: a queda dos preços dos ativos tornou visível a insolvência dos intermediários, forçando-os a cessar suas operações e levando a uma posterior deflação nos preços destes ativos. Essa circularidade, por outro lado, pode explicar tanto a severidade da crise quanto a aparente vulnerabilidade das economias asiáticas a crises auto-realizáveis - o que, por sua vez, nos ajuda a entender o fenômeno do contágio entre economias com ligações econômicas tão pouco visíveis.

É esta a história completa da crise asiática? Certamente não, e na seção final deste artigo eu discuto alguns outros possíveis aspectos. Mas a hipótese de associação entre risco moral e bolha no mercado de ativos parece uma forte candidata ao papel principal, e com certeza vale a pena investigar se esta hipótese funciona.

2. Risco moral e investimento excessivo

Não é de hoje que se sabe que intermediários financeiros cujos passivos são garantidos pelo governo provocam um grave problema de risco moral. O fracasso do sistema de poupança e empréstimos (as chamadas Savings & Loans) nos Estados Unidos é o exemplo clássico: porque os depositantes nestas instituições eram garantidos pelo FSLIC (Federal Savings & Loans Insurance Corporation), eles não tinham qualquer incentivo para fiscalizar a qualidade dos empréstimos das instituições em que depositavam seu dinheiro; uma vez que os proprietários das instituições de savings & loans não tinham que empregar muito capital próprio, eles tinham todos os incentivos para jogar uma moeda para cima, apostando: cara, eu faturei, coroa, os contribuintes arcam com o prejuízo.

Os bancos levantavam dinheiro a taxas sem risco e financiavam o investimento especulativo

A situação asiática é consideravelmente mais obscura. De uma maneira geral, os credores das instituições financeiras não recebiam garantias explícitas de seus governos. Entretanto, artigos na imprensa sugerem que a maioria daqueles que proveram recursos às financeiras da Tailândia, aos bancos da Coreia do Sul, e assim por diante, acreditavam que estariam protegidos dos riscos - uma impressão reforçada pelas fortes conexões políticas dos proprietários da maioria dessas instituições. Na prática, além disso, essas crenças pareciam ter sido em grande parte validadas pela experiência (pelo menos até o momento em que estamos escrevendo).

Por exemplo, depositantes em todas as financeiras tailandesas foram protegidos; em alguns casos, aqueles que simplesmente emprestavam-lhes seu dinheiro não tiveram o mesmo privilégio, mas estes casos eram excepcionais, de modo que como

uma regra geral as financeiras realmente contavam com passivos garantidos. Similarmente, enquanto a Coreia do Sul pode ter o direito legal de declarar como um problema privado as dívidas de bancos privados e deixar falências ocorrerem, na prática a dívida bancária estava, no momento em que escrevíamos, a meio caminho de ser nacionalizada.

Como uma primeira aproximação, então, não nos parece muito fora do ponto pensar nas economias asiáticas pré-crise como tendo um tipo de intermediário financeiro que, como as instituições de poupança e empréstimo americanas, estava apto a levantar dinheiro a taxas de juros sem risco para emprestar esse dinheiro a prêmio para financiar investimentos especulativos.

É familiar o fato de tais intermediários terem tido um incentivo não apenas para realizarem investimentos excessivamente arriscados, mas também para perseguir investimentos com baixos retornos esperados, mas com gordas causas diretas - isto é, o intermediário financeiro protegido por garantias prefere investimentos que paguem elevados retornos se ele tiver sorte, mesmo se por trás disso houver a possibilidade de pesadas perdas financeiras.

A lógica do risco moral para intermediários financeiros garantidos pode ser ilustrada com um exemplo numérico simples, sugerido por Milgrom and Roberts (1992, 470-476). Vamos partir das alternativas disponíveis a um proprietário de uma companhia de intermediação financeira que levantou US\$ 100 milhões de credores, com garantias. Assumo, para simplificar, que ele não seja obrigado a adiantar qualquer quantia de capital próprio, e que ele pode deixar a companhia sem incorrer quaisquer custos pessoais se esta tiver sua falência decretada.

Assuma-se duas alternativas de investimento disponíveis. Uma delas renderá um valor presente de US\$ 107 milhões com certeza; a outra, US\$ 120 milhões sob condições favoráveis, mas apenas US\$ 80 milhões de outro modo. Suponha que o "bom estado" e o "mau estado" sejam igualmente prováveis, de modo que o retorno esperado no investimento arriscado seja de US\$ 100 milhões.

Claramente, mesmo um investidor neutro com relação ao risco preferiria o negócio mais seguro neste caso. Entretanto, o proprietário desta companhia sabe que ele pode obter os lucros no bom estado e escapar das perdas em mau estado.

Então, se ele escolher o investimento seguro, ganhará certamente US\$ 7 milhões; mas se optar pelo investimento de risco, serão US\$ 20 milhões no bom estado, e nenhuma perda no mau estado, para um ganho esperado de US\$ 10 milhões. Por isso ele é incentivado a escolher o investimento arriscado, apesar do seu baixo retorno esperado. E esta distorção das decisões de investimento produz perdas sociais de peso morto (deadweight social losses): o retorno líquido esperado do investimento de capital cai de US\$ 7 milhões para zero.

Esta história sobre como o risco moral distorce o investimento é, como já mencionamos antes, familiar. É talvez uma proposição menos familiar a de que intermediários financeiros super-garantidos e sub-regulados podem levar a economia como um todo a um investimento excessivo (apesar deste ponto ter sido enfatizado por McKinnon e Pill (1996)).

Para ver como, consideremos uma economia simples de dois períodos. No primeiro período, as firmas compram capital; no segundo período, produzem usando este capital. Em benefício da simplicidade, vamos assumir que a função de produção seja quadrática,

$$Q = (A+U) K - BK^2,$$

onde U é uma variável aleatória, introduzindo alguma incerteza na decisão de investimento. Permita-me ainda, em nome da simplicidade, assumir que esta é uma pequena economia aberta, capaz de tomar dinheiro à taxa de juros internacional - e que a taxa de juros real seja igual a zero. (É possível redefinir unidades de maneira a tornar isso possível em qualquer caso).

Nós sabemos que, nesta economia, o capital vai ter pago seu produto marginal - ou seja, a renda por unidade de capital será:

$$R = A + U - 2BK.$$

Na ausência de qualquer distorção, o capital será investido até o ponto em que o retorno esperado se equipara ao custo dos fundos, que nós definimos como equivalente a 1; então, numa economia sem distorções nós teremos:

$$K = (A+E[U])/2B.$$

Agora, vamos introduzir intermediários financeiros garantidos. Como o exemplo já citado, suponhamos que esses intermediários incorporem uma forma severa de risco moral: seus passivos são garantidos, mas seus proprietários não precisam investir capital próprio e podem simplesmente ir embora para casa se as instituições fali-

rem. Assumamos duas outras premissas. Primeiro, assumamos que existem muitos reais ou potenciais intermediários, de tal forma que a competição entre eles corra quaisquer lucros excessivos. Segundo, simplifiquemos assumindo que os intermediários podem possuir capital diretamente. Na verdade, mesmo na Ásia, bancos e instituições similares a bancos geralmente preferem emprestar dinheiro muito mais do que comprar ativos de capital diretamente. Entretanto, emprestar para firmas altamente alavancadas e engajadas em investimentos arriscados - especialmente empresas que são parte de grupos industriais que efetivamente exercem uma posição de controle na instituição credora (veja Amsden 1989) - é de fato o mesmo que comprar o capital diretamente.

Como estes intermediários se comportariam? De seus pontos de vista, qualquer taxa de retorno sobre o capital além da taxa de juros segura do mercado internacional - ou seja $R > 1$ - representa lucro excessivo. Isso significa que existirão lucros excessivos desde que exista um estado do mundo - qualquer realização de U - no qual $R > 1$. Mas dada a nossa premissa de competição entre intermediários potenciais, qualquer lucro excessivo será corroído pelas forças da competição. O único modo que isto pode ocorrer é se:

- todo o capital acabar sendo adquirido pelos intermediários com garantias. Este é um resultado extremo, mas que efetivamente captura a tendência dos negócios asiáticos a se tornarem excessivamente alavancados para os padrões do Ocidente;

- o investimento for levado a um ponto onde $R = 1$ na circunstância mais favorável possível - ou seja, dado o valor máximo possível de U . Novamente, este é um resultado extremo, mas que também revela a tendência óbvia das empresas asiáticas ao investimento super-otimista.

Introduzamos um termo para o tipo de comportamento de investimento previsto por um modelo de competição entre intermediários sujeitos a extremo risco moral.

Nos modelos econômicos nós normalmente imaginamos investidores respondendo a valores esperados das variáveis relevantes. No tipo de modelo que eu estou propondo, entretanto, os proprietários das empresas de intermediação irão, ao invés, focalizar no que podemos chamar de valor de Pangloss: os valores que as variáveis assumiriam no melhor de todos os mundos possíveis (sob o ponto de vista destes intermediários).

Bancos pouco regulados e com garantia do governo podem levar a economia a um investimento excessivo

Suponha então, por exemplo, que $A = 2$, $B = 0,5$ e que U tem a mesma probabilidade de ser igual a 0 ou a 1. O nível não distorcido de investimento seria $K = 2,5$. Entretanto, a existência de intermediários financeiros propensos ao risco moral, desloca do mercado os investimentos em ações e empurra o estoque de capital para 3. Esse investimento excessivo vai diminuir o bem-estar esperado, porque o retorno aumentado no estado favorável não irá compensar as perdas aumentadas no estado desfavorável.

Merece ser notado que este é o tipo de distorção cujas consequências podem ser facilmente agravadas pela globalização. Suponhamos que este país não tivesse acesso aos mercados de capitais internacionais - imaginemos, por exemplo, que tivesse que contar com uma oferta fixa de poupança interna, inelástica com relação às taxas de juros. Neste caso, a demanda excessiva de investimentos provocada pelos intermediários não iria necessariamente levar a investimentos excessivos - tudo o que aconteceria seria a elevação das taxas de juros. Permitir o acesso de uma economia desse tipo ao mercado de capitais internacionais pode então, num clássico exemplo de análise de "second-best", piorar o estado da economia ao permitir que o risco moral no setor financeiro se traduza num excessivo acúmulo real de capital.

3. Preços de Ativos

No exemplo acima, eu implicitamente assumi que o estoque de bens de capital era perfeitamente elástico, de modo que todo o aumento na demanda por investimentos decorrente de um excesso financeiro se traduzisse num aumento do volume real de investimento. Na verdade, é claro, as economias asiáticas experimentaram um notável surto de expansão e contração não apenas nos investimentos, mas também ou mesmo especialmente nos preços de ativos.

■ Continua na página 21

ARTIGO/ PAUL KRUGMAN

■ continuação da página 20

Presumivelmente, isso refletiu o fato de que os ativos estavam em oferta imperfeitamente elástica. Então, vamos ao extremo oposto e consideremos um modelo em que a oferta de ativos é completamente inelástica, e em que intermediários portanto exercam seu impacto não sobre as quantidades, mas sobre os preços de ativos.

A maneira mais fácil de fazer isso é imaginar que o único ativo disponível é a terra, que não pode ser criada ou destruída. Novamente, consideremos inicialmente um modelo de dois períodos. No primeiro, os investidores fazem ofertas pela terra, estabelecendo seu preço. No segundo, recebem rendas, que são incertas na ótica do primeiro período.

Um exemplo numérico é suficiente para fazer um ponto. Suponha que a renda numa unidade de terra possa ser tanto 25, com probabilidade 2/3, ou 100, com probabilidade 1/3. Investidores neutros ao risco estariam dispostos a gastar $(2/3)*25 + (1/3)*100 = 50$ pelo direito àquela terra.

Mas agora suponha que existam intermediários financeiros, mais uma vez aptos a emprestar à taxa de juros internacional (mais uma vez normalizada a zero), porque o mercado os percebe como garantidos. E assim como antes, assumamos que os proprietários não precisam colocar nenhum capital próprio em risco, mas que a competição entre os intermediários elimina qualquer expectativa de lucros excessivos.

Os empréstimos fáceis para investimentos de risco acabaram, e não só por exigência do FMI

O resultado é óbvio: os intermediários estarão dispostos a pagar pela terra, baseados não no valor esperado da renda futura mas sim no Valor de Pangloss - neste caso 100. Assim, toda a terra passará a ser de propriedade dos intermediários, e o preço da terra equivalerá ao dobro do valor que seria numa economia não distorcida.

São os resultados afetados pelo fato de que este jogo só é jogado uma vez? A princípio parece que não. Suponha que nós passemos de uma economia de dois períodos para outra de três períodos, novamente com as rendas aleatórias da terra de 25 e 100 com probabilidades de 2/3 e 1/3 tanto no segundo quanto no terceiro período. E assumamos também a taxa de juros igual a zero (o que agora é mais do que uma simples normalização, mas que não exerce nenhuma diferença essencial nos resultados). Numa economia não distorcida, nós podemos resolver o problema de trás para diante. A renda esperada no terceiro período, e como resultado o preço da terra ao final do segundo período, é 50. O retorno esperado da terra comprada no primeiro período é, portanto, a renda esperada no segundo período (50) mais o preço esperado em que pode ser vendido (também 50), para um preço de 100 do primeiro período. Isto é também a renda total esperada ao longo dos dois períodos. (Neste exemplo, o preço da terra declina ao longo do tempo, de 100 para 50, mesmo no caso não distorcido. Este é simplesmente um artefato do horizonte finito e deve simplesmente ser considerado como um valor de referência).

Agora suponha que os intermediários estão em posição de tomar emprestado com garantias. Novamente resolvendo de trás para diante, ao final do segundo período, eles estarão dispostos a pagar o valor de Pangloss da renda do terceiro período, 100. No primeiro período, eles estarão dispostos a pagar o máximo que puderem realizar a partir de um pedaço

de terra: a renda de Pangloss no período 2, mais o preço de Pangloss da terra no fim daquele período. Assim, o preço da terra com intermediação será 200 no primeiro período - de novo, o dobro do preço sem distorções.

Parece, então, que a versão com múltiplos períodos do modelo, em que parte do retorno do investimento depende do preço futuro dos ativos, não faz qualquer real diferença à distorção dos preços imposta pela garantia aos intermediários. Entretanto, esse resultado se altera de forma dramática se nós permitirmos a possibilidade de mudanças no regime financeiro - ou seja, se nós acreditarmos que o problema do risco moral só se manifesta de vez em quando.

4. Desintermediação e Crises

Continuemos a focalizar a economia de três períodos, com rendas aleatórias da terra no segundo e no terceiro períodos. Continuemos a assumir que no primeiro período a competição entre os intermediários com passivos garantidos leve o preço dos ativos a serem determinado pelo valor de Pangloss ao invés dos retornos esperados. Entretanto, deixe-nos agora introduzir a possibilidade de que este regime possa não ser duradouro - que os passivos carregados do segundo para o terceiro período possam não ser garantidos.

Numa primeira etapa, vamos simplesmente pressupor que a mudança do regime é exógena - que do ponto de vista dos investidores exista simplesmente alguma probabilidade de que o governo possa crivelmente anunciar, durante o segundo período, que a partir desse momento os credores dos intermediários passam contar apenas consigo mesmos. (Talvez isto reflita a eleição de um governo reformista não mais preparado para tolerar um "capitalismo de amigos do Rei"; ou talvez o fim do risco moral seja imposto pelo Fundo Monetário Internacional).

De novo, trabalhando de trás para diante, consideremos o preço da terra no segundo período. Se os passivos dos intermediários não forem garantidos, então ninguém vai emprestar dinheiro a eles (o risco moral vai permanecer, mas seu custo irá recair agora sobre os investidores e não sobre o governo). Assim, a intermediação entrará em colapso, e o preço da terra irá refletir apenas o retorno esperado de 50. Por outro lado, se os intermediários continuarem garantidos, o preço ainda será 100.

E o preço da terra no primeiro período? Investidores agora enfrentarão duas fontes de incerteza: não sabem se a renda no segundo período será alta ou baixa, e não sabem se o preço da terra no segundo período refletirá valores esperados ou valores de Pangloss. Entretanto, enquanto houver competição entre intermediários no primeiro período, o preço da terra irá mais uma vez ser empurrado para um nível que reflete o resultado mais favorável possível: renda de 100 e preço de 100. Assim, apesar deste agora ser um mundo com múltiplos períodos em que todos sabem que desintermediação e queda nos preços dos ativos é possível, os preços correntes dos ativos são ainda determinados como se essa possibilidade não existisse!

Agora, vamos chegar à parte realmente interessante: examinar o que acontece quando a mudança no regime é endógena.

Na verdade, ao longo de todo o circuito asiático de crise ocorreu, de fato, uma mudança no regime financeiro. Companhias financeiras foram fechadas; bancos foram forçados a reduzir empréstimos de risco na melhor das hipóteses e a fechar suas portas, na pior; mesmo se o FMI não estivesse insistindo numa faxina financeira como condição para a concessão de ajuda, aqueles áureos tempos de garantias implícitas e empréstimo fácil para investimentos arriscados claramente chegariam ao fim, pelo me-

nos por um tempo. Mas o que provocou essa mudança de regime? Não foi uma transformação exógena de filosofia econômica: intermediários financeiros foram contidos exatamente porque percebeu-se que eles perderam muito dinheiro.

A crise financeira foi o motor de todo o processo e as flutuações cambiais foram os sintomas

Isso sugere que um modo mais ou menos realista para modelar a determinação das garantias implícitas é supor que elas fiquem disponíveis até o momento em que elas tenham que ser honradas (ou mais geralmente até o ponto em que honrá-las tenha se tornado algo muito caro - o critério empregado em Krugman 1998). No contexto de nosso exemplo de três períodos, esse critério pode ser enunciado alternativamente como a proposição de que credores dos intermediários financeiros serão socorridos somente uma vez.

Para entender o que isso significa, suponha inicialmente que as rendas no segundo período sejam desapontadores 25, não 100. Dada a estrutura de nosso modelo, na ausência de intermediários isso não teria qualquer efeito sobre o preço da terra no fim do segundo período, já que isto não altera a distribuição de probabilidade das rendas futuras. Mas uma renda abaixo do valor de Pangloss no segundo período significa que os credores dos intermediários precisam ser socorridos naquele período, e portanto credores futuros não podem mais esperar o mesmo. Assim, a intermediação entra em colapso, e o preço da terra cai de 100 para a renda esperada de 50.

Note que isto significa que existe um efeito magnificador sobre as perdas dos intermediários estabelecidas no primeiro período. A "notícia" real sobre a economia é que as rendas no segundo período são 25, não os almejados 100. Mas terra comprada por 200 agora renderá somente 25 em renda mais 50 em valor de recompra, uma perda de 125 ao invés de meramente 75. O efeito magnificador é causado pela lógica circular da desintermediação: o prospectivo fim da intermediação, devido às perdas das instituições existentes, reduz os preços dos ativos e portanto magnifica aquelas perdas.

É errado culpar os intermediários asiáticos por todo superinvestimento e valorização dos ativos

E agora nós vimos a possibilidade de equilíbrios múltiplos. Suponha que de fato os intermediários tenham tido sorte, e que as rendas no segundo período tenham sido 100. Agora, se todo mundo esperar que o governo continuará a garantir os intermediários no futuro, o preço da terra ao fim do segundo período será 100. Neste caso nenhum socorro é preciso; e portanto a garantia governamental à intermediação continuará a vigorar de fato.

Mas, se por outro lado, apesar das altas rendas no segundo período, credores potenciais se tornarem convencidos de que não haverá garantia alguma aos novos passivos dos intermediários? Então estes intermediários não serão capazes de atrair fundos, e o preço da terra no segundo período será somente 50. Isto significa que intermediários que tomaram dinheiro no primeiro período baseados em valores de Pangloss, incluindo o valor de Pangloss de 100 na ven-

da da terra, necessitarão ser socorridos - e desde que a disposição do governo de promover este socorro será agora exaurida, o pessimismo dos investidores é justificado.

Resumindo, nosso pequeno modelo estilizado parece gerar uma história sobre crises financeiras auto-realizáveis, em que preços de ativos declinantes minam os bancos, e o colapso dos bancos por sua vez ratifica a queda nos preços dos ativos.

Nós agora temos os elementos necessários em mãos para contar uma história sobre a crise asiática. Lembremos da seção 1 deste artigo que as crises deixaram todos perplexos por causa:

- da ausência das fontes usuais de problemas cambiais; seja na forma de déficits fiscais ou dificuldades macroeconômicas.
- do pronunciado surto de expansão e contração nos preços dos ativos anteriormente à crise.
- da severidade da crise dada a falta de fortes choques adversos, e o alastramento da crise inicial para países que aparentemente possuíam poucas ligações econômicas com as vítimas iniciais.

Nós agora temos um modo admitidamente primitivo mas ainda assim iluminador para compreender estes paradoxos. As medidas tradicionais de vulnerabilidade não sinalizaram a crise porque o problema estava fora das contas do governo: o erro de política não era, assim como as garantias que criaram o fiasco das savings & loans americanas, parte do passivo visível do governo até o fato consumado. O surto de expansão e contração criado pelos excessos financeiros precedeu a crise cambial porque a crise financeira foi o real motor de todo o processo, com as flutuações cambiais mais como um sintoma do que como causa. E a capacidade da crise de se espalhar sem grandes choques exógenos ou fortes ligações econômicas pode ser explicada pelo fato de que as economias asiáticas atingidas estavam em uma espécie de estado metastável - altamente vulneráveis a pessimismo auto-realizável, que poderia gerar e gerar uma espiral deflacionária e de desintermediação.

É tudo muito claro, e portanto certamente claro demais. Na seção final deste artigo, então, vamos enunciar algumas qualificações a esta história.

5. Questões e qualificações

Qualquer tentativa de desenvolver um modelo simples para uma situação econômica complexa levanta a questão do que foi deixado de lado. Estou consciente de cinco questões principais cujas ausências incomodam meu senso de realidade.

Primeiro, o modelo assume que a intermediação financeira serve a nenhum propósito, que é puramente um instrumento de captura de rendas. Este pressuposto ajuda a focar no problema do risco moral, mas pode perder um aspecto importante das crises financeiras. Mishkin (1992) argumentou forçosamente que crises financeiras têm efeitos tão severos sobre o crescimento econômico precisamente porque estas interrompem as atividades produtivas dos intermediários financeiros.

Segundo, a natureza deste modelo de um setor e um ativo abstrai um importante aspecto do risco moral, reconhecido somente no meu primeiro exemplo: o viés no tipo de investimento realizado. (De fato, discussões padrão sobre risco moral na concessão de crédito focam no tipo, e não na quantidade). Na prática, ao menos parte da crise asiática foi associada a investimentos pouco sábios (torres de escritórios, fábricas de automóveis) ao invés de investimento em excesso propriamente dito.

Terceiro, uma característica marcante da experiência tem sido grandes mudanças

nos preços relativos. Mesmo que fatores monetários não tenham sido realmente cruciais, as grandes depreciações reais que foram associadas com as crises nos países asiáticos são provavelmente um importante aspecto da história; entre outras coisas, elas provavelmente têm um papel crucial na explicação de por que crises financeiras produzem declínios tão grandes no produto.

Quarto, este modelo faz uma suposição extrema por simplicidade analítica: intermediários não investem qualquer capital próprio, nem (por causa da livre entrada) têm nenhum valor de franquia. Isto produz o extremamente útil resultado simplificador que intermediários ligam apenas para os valores de Pangloss, permitindo-nos omitir uma análise complexa de precificação de opções. O preço desta simplificação é que o modelo prevê que intermediários quase sempre requererão o socorro, dado que a competição entre eles os leva ao ponto onde não ganham lucros econômicos em nenhum estado do mundo, e cobrem seus custos somente no estado mais favorável possível. Um óbvio passo seguinte é morder a isca e tentar modelar risco moral quando os proprietários das companhias de intermediação têm algo a perder.

Finalmente, é claramente errado colocar toda a culpa por todo o superinvestimento e supervalorização dos ativos na Ásia nos intermediários financeiros domésticos. Afinal, indivíduos privados - e investidores institucionais estrangeiros - compraram ações e mesmo imóveis em todas as economias agora em crise. Isto sugere que outros tipos de falha do mercado, notavelmente o comportamento de manada dos investidores, ainda têm algum papel explicativo.

A crise se agravou com o comportamento de "manada" dos investidores estrangeiros

Este modelo, então, é somente um esforço preliminar. Apesar de tudo, ele conta uma história que parece guardar uma semelhança com os acontecimentos que antecederam a crise asiática e com a mecânica da crise que ocorreu. Se esta história é correta em seus pontos essenciais, aqueles que têm tentado achar um sentido nesta crise em termos de modelos convencionais de crises cambiais pode ter estado na trilha errada: a crise asiática pode ter sido somente incidentalmente relacionada ao câmbio. Em vez disso, foi devido a maus bancos e suas consequências.

REFERÊNCIAS

- Amsden, A. (1989) *Asia's Next Giant: South Korea and late industrialization*, Oxford: Oxford University Press.
- Flood, R. and Garber, P. (1984) "Collapsing exchange rate regimes: some linear examples", *Journal of International Economics* 17:1-13
- Krugman, P. (1979) "A model of balance of payments crises", *Journal of Money, Credit, and Banking* 11: 311-325
- Krugman, P. (1996) "Are currency crises self-fulfilling?", *NBER Macroeconomics Annual*
- Krugman, P. (1998), "Bubble, boom, crash: theoretical notes on Asia's crisis", mimeo.
- Milgrom, P. and Roberts, J. (1992) *Economics, Organization, and Management* New York: Prentice-Hall.
- McKinnon, R. and Pill, H. (1996), "Credible liberalizations and international capital flows: the overborrowing syndrome", in T. Ito and A.O. Krueger, eds., *Financial Deregulation and Integration in East Asia*, Chicago: Chicago University Press.
- Mishkin, F. (1992), "Anatomy of a Financial Crisis", *Journal of Evolutionary Economics* 2:115-30.
- Obstfeld, M. (1994) "The logic of currency crises", *Cahiers Economiques et Monétaires* 43:189-213.

TRADUÇÃO:

- Irineu Carvalho, economista, candidato a Ph.D em Economia do Massachusetts Institute of Technology (MIT) e bolsista do CNPq.