

## ARTIGO

# O eterno triângulo

PAUL KRUGMAN

Especial

Qualquer um que tenha assistido às recentes reuniões dos presidentes de bancos centrais e autoridades financeiras, e seja cínico o suficiente para enxergar além da máscara de confiança que é parte essencial do guarda-roupa desses altos funcionários, deve seguramente ter ficado surpreso com o ar de irrealismo que permeia as discussões.

Por um lado, ninguém acredita que os programas de salvamento já em curso ou a ser iniciados vão fazer algo mais do que apenas adiar a iminente crise monetária; as perspectivas de uma recuperação real continuam remotas. Nenhuma das propostas em discussão hoje oferece esperança de mudar a situação.

Outros US\$ 18 bilhões para o FMI? Isso não bastaria para conter o ataque de um só fundo de hedge, sem pensar nos maciços fluxos de capital que podem migrar quando, além dos fundos de hedge, os investidores nacionais também especulam contra uma moeda. Linhas de crédito para países que ainda não estão sob ataque? A mesma coisa. Acordos de credores que prometem não ser agressivos, ou até procedimentos do tipo Capítulo 11 da lei americana de falências? É provável que eles sejam ineficazes. Até as restrições ao fluxo de capital à moda chilena – além de ser o mesmo que pôr tranca na porta depois do arrombamento – não contribuirão muito para prevenir futuras crises.

Por que a discussão internacional sobre moedas tornou-se uma questão de eufemismos, evasivas e gestos bem-intencionados, mas ineficazes? Creio que a resposta seria esteja na dificuldade que a maioria dos altos funcionários e até economistas do setor privado têm para se defrontar com o desagradável dilema que implica a escolha de uma "arquitetura" financeira internacional. Esse dilema não é novo; ao contrário, a história tem sido a mesma durante um século. Mas, por certo tempo, uma combinação de boa sorte e circunstâncias

especiais nos permitiu esquecer essa coisa tão desagradável. Agora ela está de volta e os líderes precisarão fazer penosas escolhas sob pena de notar que a lógica dos acontecimentos faz as escolhas no lugar deles.

É possível entender a essência do dilema lembrando a cartilha sugerida em primeira mão pelo Grupo Bellagio, famoso grupo internacional de autoridades e acadêmicos que floresceu nos anos 60. No mundo segundo o Bellagio, o problema de escolher um regime monetário internacional podia ser resumido como esforço de alcançar o Ajuste, a Confiança e a Liquidez. O que essas palavras significam realmente depende muito do observador, mas minha versão é a seguinte. Ajuste significa a capacidade de adotar políticas de estabilização macroeconômica – combater a ten-

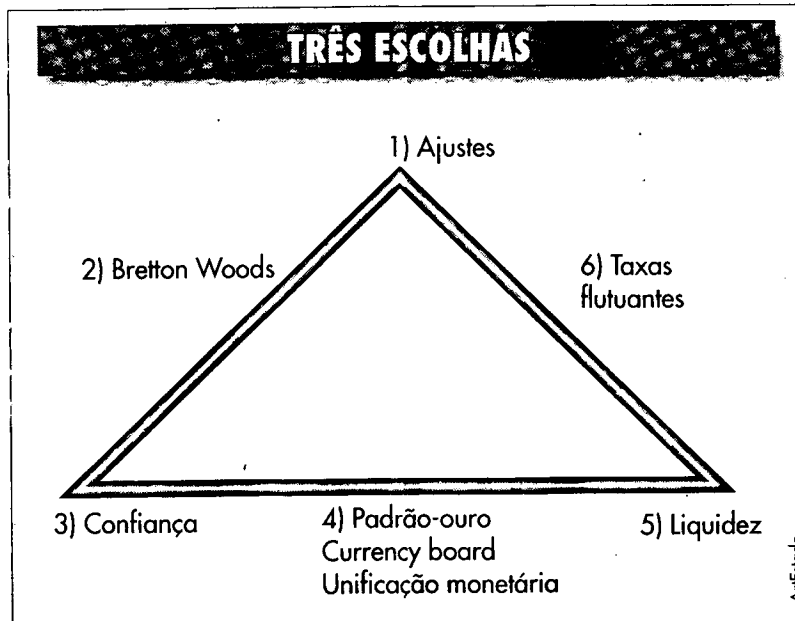
dência cíclica dos negócios. Confiança significa capacidade de proteger as taxas de câmbio contra a especulação desestabilizadora, aí incluídas as crises monetárias. Liquidez significa essen-

cialmente mobilidade de capital de curto prazo, para financiar o comércio e solucionar desequilíbrios comerciais temporários.

Então, qual é o dilema da arquitetura financeira internacional? É que, principalmente por causa da ameaça da especulação monetária, não se pode ter tudo. Mais especificamente, insistir em ter qualquer um desses atributos num regime internacional força o abandono de um dos outros. Como consequência, é limitado o cardápio de regimes possíveis – e cada ingrediente desse cardápio é insatisfatório em algo importante.

O gráfico ilustra o problema esquematicamente. Cada vértice do triângulo mostra um aspecto desejável de um regime internacional; cada lado do triângulo – que corresponde à escolha de dois desses três aspectos – indica um possível cardápio. Conforme o gráfico sugere, no último século tentamos todas as possibilidades.

Para ter uma noção da causa da permanência dos dilemas, tentemos escolher um vértice de cada vez e verificar por que isso requer o abandono de um dos outros.



**Confiança:** Suponha-se que um país decida que simplesmente não pode admitir que sua moeda seja instável, movida para cima e para baixo pelas mudanças de humor dos investidores (ou, no mundo moderno, pelo abrir e fechar de posições dos fundos de hedge). Isso significa que o país precisa atrelar sua taxa de câmbio ou pelo menos administrá-la energeticamente. Mas, se o país tenta conservar a liquidez – permitindo fluxos irrestritos de capital –, ficará sujeito a graves ataques especulativos toda vez que o mercado suspeitar que preocupações com a estabilização vão levar à desvalorização. Portanto é preciso fazer uma escolha. Ou o país afirma de modo convincente que não vai fazer nenhum ajuste da taxa – adotando a flutuação da moeda ou tomando a via da âncora cambial –, ou precisa restringir o fluxo de capital.

A história dá claros exemplos das duas escolhas. Conforme Barry Eichengreen destaca em seu "Globalizing Capital", a experiência entre as duas guerras mundiais foi interpretada pelos fundadores de Bretton Woods como prova cabal de que a especulação era de fato desestabilizadora e, portanto, era necessário confiança. Mas, na época pós-Keynes, as políticas de ajuste também o eram; e, portanto, o sistema inicial de Bretton Woods dependia fundamentalmente dos fluxos de capital. Com o passar do tempo, esses controles perderam

eficácia. O resultado foi um "enrijecimento" do sistema, com as mudanças de paridade tornando-se raras.

**Ajuste:** Como alternativa, suponha-se que o ajuste – a capacidade dos governos de reagir às recessões inflacionando a economia – seja considerado de importância suprema. Caso esta forma de flexibilidade se combine com o livre movimento do capital (liquidez), expõe a economia ao maciço movimento de capital especulativo toda vez que surgir a suspeita de que a política monetária ficará mais frouxa. Portanto, um governo que insistir em manter sua capacidade de adotar o ajuste vai necessariamente ser forçado a abrir mão da confiança – significando dizer que adotará taxa de câmbio flutuante e aceitará a ideia de que, de vez em quando, a taxa de câmbio oscilará 50% num ano ou 15% numa semana – ou, então, limitar a mobilidade do capital. Também

ai a história dá claros exemplos das duas medidas. Os ataques especulativos dos anos 30, motivados pelos esforços de alguns governos no combate à recessão e à falência dos bancos, esbarraram em alguns casos na imposição de controles sobre o capital; os ataques do começo dos anos 70, motivados por políticas macroeconômicas divergentes, levaram ao colapso

do sistema Bretton Woods e ao surgimento das taxas flutuantes.

**Liquidez.** A esta altura o quadro deve estar claro. Se a manutenção do livre movimento do capital é fato consumado – ou se as restrições ao movimento do capital são consideradas inviáveis –, o governo é levado inexoravelmente a um regime rígido, de preferência uma âncora monetária ou até a uma moeda comum ou à livre flutuação.

Portanto onde estamos agora? Grandes economias evoluídas – os EUA, Japão e a Eurolândia – ficam razoavelmente à vontade por enquanto na escolha do ajuste e da liquidez, pouco se importando com a confiança; quer dizer, deixando que suas moedas oscilem. O motivo é que, com pequenas fatias de comércio, pouca dívida em moeda estrangeira e a profunda crença dos investidores na estabilidade dessas economias a longo prazo, elas podem se dar o luxo de aguentar os altos e baixos da taxa de câmbio. (Veremos se esta complacência conseguirá sobreviver ao recente comportamento bizarro do iene). Alguns países evoluídos menores – o Reino Unido, a Austrália – também parecem capazes de se sair a contento com esta escolha. Mas, para os mercados emergentes, esta opção é muito menos aceitável.

Claro que alguns economistas – entre os quais Jeffrey Sachs – ainda argumentam que, se ao menos o FMI acalmasse os mercados em vez de passar sermão nos países sobre os pecados destes, seria possível para o Brasil ou a Coreia do Sul comportar-se como o Reino Unido, fixando uma política monetária baseada em metas nacionais e deixando que a taxa de câmbio flutuasse. Mas, nesse exato momento, a maioria parece achar

que a carga da dívida externa e o risco da inflação resultante da maciça oscilação da moeda tornam o lado do triângulo relativo à taxa flexível algo inaceitável para muitas economias menores.

Quer dizer que esses países enfrentam uma escolha cruel: se precisam escolher a confiança, ou seja, uma taxa de câmbio estável, precisam desis-

tir da política de estabilização – fazendo o tempo regredir ao fatalismo pré-keynesiano – ou tentar restringir o movimento do capital, com todos os custos que isso implica.

Naturalmente muitos julgam que essa é uma escolha fácil: De bom grado eles abririam mão da estabilização. Mas precisam convencer os eleitores – e convencer os mercados que convenceram os eleitores. Conforme Eichengreen destaca, enquanto não houve opiniões efetivas a favor da estabilização, o padrão-ouro ficou estável. Mas, quando as pessoas começaram a exigir que os governos fizessem algo para solucionar o desemprego, os ataques especulativos tornaram-se um problema recorrente e o sistema deixou de dar certo. Com efeito, Eichengreen expõe as coisas mais brutalmente: "Durante décadas após a 2.ª Guerra Mundial, os limites à democracia substituíram os limites à mobilidade de capital como meio de isolamento contra as pressões do mercado." Este raciocínio levava-me a pensar que possivelmente a opção menos ruim seja o outro lado do triângulo. Todo mundo sabe como o controle deficiente do capital prejudica a eficiência econômica. Mas é preciso comparar estes custos com as opções. Por exemplo, os esforços do Brasil para manter a liquidez e a confiança vão provavelmente levar ao crescimento próximo de zero, este ano e a algo em torno de 3% negativos no próximo, numa economia que precisa de crescimento em torno de 5% para impedir que o desemprego aumente. Pensem nisto.

Mas é claro que a esta altura as autoridades e os que desejam ficar do seu lado não vão – nem podem – pensar nisso. Não podem dizer simplesmente que os países precisam abrir mão da estabilização, que só um punhado de bancos centrais do Primeiro Mundo tem condições de adotar programas. Tampouco estão dispostos a voltar as costas a uma geração que denuncia os males dos controles da moeda e do capital.

Daí o tom estranhamente frouxo da discussão. A situação atual é inaceitável e cada um sabe que é preciso ceder algo; mas as ideias sobre programas que a comunidade de opiniões respeitáveis pode se dar o luxo de discutir são na melhor das hipóteses marginais e, na pior, irrelevantes.

**Sistema deixou de funcionar quando eleitores passaram a pedir soluções para o desemprego**