

ARTIGO

Reflexões tardias sobre a crise asiática

PAUL KRUGMAN

do juro.

(3) $i = i^*$,

Onde y é a renda, D é a demanda, X é o total agregado de exportações, e i é a taxa de câmbio.

Na prática, esse modelo é simples demais até mesmo para as utilizações mais básicas; em especial, ninguém acredita em expectativas estáticas a respeito de i (a taxa de câmbio). Uma versão melhorada de (3) abrigaria expectativas de que i tende a retornar a algum valor "normal", possivelmente aquele determinado pela paridade do poder de compra. Mas fiquemos, por ora, com a versão mais simples. Essa estrutura pode ser vista como determinante da renda e da taxa de câmbio.

Para transformar isso num modelo que possa indicar crises, tudo o que necessitamos fazer é adicionar um forte efeito Bernanke-Gertler de economias abertas. Suponhamos, então, que muitas firmas estejam bastante alavancadas, que uma parte substancial de sua dívida seja em moeda estrangeira e que, sob determinadas circunstâncias, seu investimento seja inibido por seus balanços. Então, a equação da demanda agregada terá de incluir uma dependência direta da demanda interna de taxas de câmbio reais:

$$(1') y = D(y, i, eP^*/P) + NX(eP^*/P, y)$$

Como funcionaria essa dependência? Sob taxas de câmbio reais muito favoráveis, poucas firmas teriam seus balanços inibidos; assim, sob baixas eP^*/P , o efeito direto da taxa de câmbio real sobre a demanda agregada seria secundário. Sob condições de taxas de câmbio reais muito desfavoráveis, as firmas com dívida em moeda estrangeira estariam absolutamente incapazes de investir e, portanto, o efeito direto da taxa de câmbio na demanda seria insignificante na periferia econômica local. (A economia seria como a da Indonésia atualmente: o setor corporativo basicamente falido e incapaz de investir, mas as pequenas firmas e fazendeiros da periferia auferindo benefícios da moeda fraca).

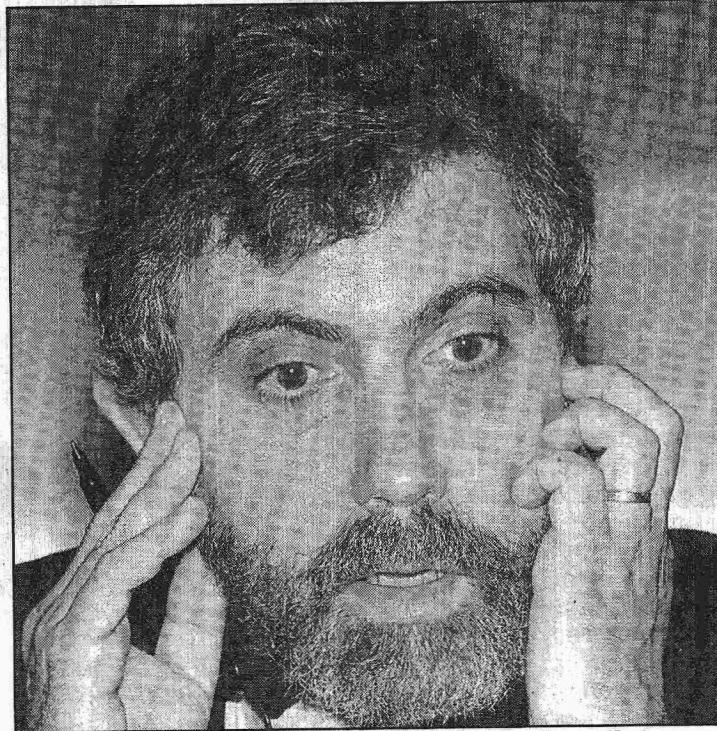
Porém, no meio termo, o efeito poderia ser suficientemente grande para ter mais importância que o efeito direto sobre a competitividade das exportações, de tal forma que, fora daquele âmbito, a desvalorização da moeda seria contracionista porque as pessoas pensam que vai funcionar.

E temos de imediato nossa versão esquematizada da crise financeira do tipo asiático. Alguma coisa – um sopro de instabilidade política, uma crise em outro país que os investidores acham parecido com o país em questão, e mesmo uma manipulação intencional do mercado por grandes especuladores – causa uma grande desvalorização repentina; essa desvalorização origina danos para os balanços e a economia se afunda numa crise.

Naturalmente, é uma história enormemente simplificada e necessita bastante elaboração (que certamente estará disponível nos próximos anos). Simplificada e simplista não são, porém, a mesma coisa; essa história é mais sofisticada do que as frases de efeito e a intuição prática que governou a política econômica durante a crise ainda predominante nas discussões sobre a reforma da arquitetura. Assim, vejamos o que esse modelo em miniatura parece implicar para a política durante a crise e depois dela.

2. Política durante a crise

Suponhamos que, por uma razão qualquer, uma



Paul Krugman: soluções para a crise são simples e óbvias

economia parece se estar encaminhando para uma crise de equilíbrio. Deixemos de lado uma nova arquitetura financeira; neste momento exato, o que se tem é uma estrutura que parece estar sobrando. O que você e seus amigos nas instituições financeiras internacionais fazem?

Parece-me que, na prática, tentativas ortodoxas de gerenciamento da crise envolveram cinco tipos de ação; permitam-me discutir um de cada vez, com o modelo como pano de fundo.

(i) Apoio financeiro do Fundo Monetário Internacional (FMI): o FMI, com quaisquer outras fontes de financiamento, pode ser mobilizado e fornecer uma linha de crédito ao país com problemas. Em que isso resulta?

A resposta, fundamentalmente, é que se fornecem ao país fundos adicionais para intervir no mercado de câmbio – mais dólares para apoiar o baht, o won, ou qualquer outra moeda. Deixando de lado a política monetária (tratada abaixo), esta é uma intervenção esterilizada; trata-se portanto de uma tentativa de usar algo ineficaz para tirar a taxa de câmbio da crise de equilíbrio.

O problema dessa política, é natural, aparece imediatamente: num mundo de mobilidade de capital muito grande e cada vez maior, a intervenção esterilizada é um instrumento de eficácia limitada. Pode ainda funcionar: o capital não é na realidade tão móvel quanto se afirma em alguns casos, os mercados de moedas estrangeiras nos países em desenvolvimento permanecem em geral surpreendentemente rarefeitos e, dentro de certos limites, a intervenção pode funcionar simplesmente porque as pessoas pensam que vai funcionar.

Mas, deixando de lado o impacto psicológico, é difícil escapar à percepção de que a importância e a eficácia das linhas de crédito para economias em apuros têm sido exageradas. Chamar o FMI de emprestador internacional de última instância pode causar grande impressão; chamá-lo, com mais exatidão, de "mentor de intervenções esterilizadas de última instância" provavelmente expressa com mais propriedade as limitações para o que alguns bilhões de dólares podem realizar.

(ii) Rolagem e suspensão temporária: credores privados são reunidos e persuadidos, ou por meios morais ou por ameaça de moratória unilateral, a manter ou rolar dívidas de curto prazo, linhas de crédito, etc.

Em certo nível, isso é semelhante ao empréstimo pelo FMI: ao induzir os investidores que, de outra forma, teriam tentado converter a moeda local em dólares, a não fazê-lo, atua, efetivamente, como uma intervenção esterilizada em defesa da moeda. Alguém pode argumentar que, de fato,

Não se pode falar agora em uma nova arquitetura do sistema financeiro

idade fiscal criar confiança no mercado – o que equivale a dizer que o mercado tem um modelo incorreto da situação em que a austeridade é a reação correta – então ela pode funcionar, porque, quando há equilíbrio múltiplo, a convicção pode criar sua própria realidade. Mas então talvez alguém deveria tentar outras medidas destinadas a induzir à confiança que não empurrem a economia objetivamente na direção errada (campanhas de publicidade? penitência pública pelas lideranças, incluindo autoflagelação televisiva?).

(iv) Política monetária: O instrumento principal, e muito controvérsio, dos programas de estabilização do FMI, tem sido um brusco aperto temporário da política monetária para sustentar a taxa de câmbio, seguido de afrouxamento gradual quando houver sinais de que a confiança foi restaurada.

De forma um tanto surpreendente, nosso modelo esquemático confere uma base racional à "receita do FMI". Imagine que, por uma razão qualquer, os mercados parecem se ter convenido de que a economia está tomando o rumo de uma crise – uma convicção que, se não for controlada, ocorrerá como estava previsto. Uma maneira de evitar que isso aconteça é apertar energicamente a política monetária. Quando os investidores estiverem convencidos de que a taxa de câmbio não irá desvalorizar grandemente, a contração monetária pode ser afrouxada.

Mas os credores alegarão, como objeção, que estão sendo injustamente discriminados: o que aconteceria se eles fossem intimidados e forçados a manter suas posições, enquanto, ao mesmo tempo, outros investidores – digamos, capitalistas – fugissem da moeda? E o argumento deles é válido. De fato, se houver um fundo de capital móvel muito grande, uma suspensão que congele somente os empréstimos bancários (ou que, por outra, apenas congele as obrigações dos portadores de títulos da dívida pública privada) modificará a composição da fuga de capital mas não o seu volume; a economia pode ainda afundar no mau equilíbrio de qualquer maneira.

Que fundamento tem essa preocupação? A verdade é que, nos quatro países de primeira linha em crise na Ásia e no ataque especulativo ao Brasil, relacionado com a crise asiática, a dívida bancária de curto prazo foi a fonte predominante de fuga de capital. Um exame rigoroso das flutuações diárias do câmbio no Brasil também indica que o mercado local de moeda estrangeira permanece surpreendentemente fraco, de forma que a intervenção esterilizada pode ter um grande efeito na taxa de câmbio – o que significa que o acordo de suspensão temporária que o Brasil negocia com os bancos faz diferença.

Somente no caso de Hong Kong o principal canal para o ataque especulativo não foi a dívida bancária. Assim, não estamos ainda no mundo do capital fungível, em que nem as linhas de crédito do FMI nem mesmo o "ônus compartilhado" pelos credores privados fazem muita diferença. Entretanto, à medida que os mercados se tornam mais sofisticados e integrados, esse dia chegará; no decorrer de um tempo maior, até mesmo uma divisão de ônus mais ampla que inclua os detentores de títulos e os bancos, tornar-se-á cada vez menos eficaz.

(iii) Política fiscal: O governo faz algo – expansionista ou contracionista – com seu orçamento. Nas primeiras fases da crise o FMI impõe austeridade fiscal; atualmente, a recuperação está sendo parcialmente impulsionada por gastos públicos de um orçamento deficitário.

Fica claro que a aplicação da austeridade fiscal não ajuda, de nenhuma maneira objetiva, a prevenir ou sair de uma crise do tipo asiático. Naturalmente, se a austeridade fiscal criar confiança no mercado – o que equivale a dizer que o mercado tem um modelo incorreto da situação em que a austeridade é a reação correta – então ela pode funcionar, porque, quando há equilíbrio múltiplo, a convicção pode criar sua própria realidade. Mas então talvez alguém deveria tentar outras medidas destinadas a induzir à confiança que não empurrem a economia objetivamente na direção errada (campanhas de publicidade? penitência pública pelas lideranças, incluindo autoflagelação televisiva?).

Uma observação à parte: na prática, a inusitada expansão da política do FMI nessa crise, para abranger questões mais amplas de direção econômica, provavelmente tenha mais prejudicado do que ajudado na confiança. De um lado, ela alimentou a impressão de que os problemas dos países em

crise eram profundos e que não eram fáceis de resolver; de outro, levou a controvérsias sobre a execução, que reforçaram o sentimento de que as coisas estavam fora de controle.

Se esta recapitulação das opções típicas para o gerenciamento de crises parece um tanto sem entusiasmo, é que ela precisava ser assim mesmo. A verdade é que nenhum dos remédios de ação rápida aparenta ser muito eficaz – embora, ao que parece, esteja claro que, pelo menos por ora, deveríamos ser mais ágeis para receber suspenções temporárias da dívida e rolagens em vez de depender inteiramente de gestos geradores de confiança.

O que poderia ser feito? Bem, a resposta óbvia – você sabia que isto viria! – é excluir o mau equilíbrio mediante medidas de força maior, impondo controles sobre o capital como medida de emergência temporária durante a crise. Conceitualmente, isso seria considerado como uma extensão lógica da defesa de acordos para a rolagem de dívidas de curto prazo: envolve simplesmente uma ação concertada por uma classe maior de investidores.

As principais objeções a controles temporários sobre o capital são de ordem prática – a afirmação de que desmantelar o comércio normal ou de que inevitavelmente levarão a políticas irresponsáveis de parte do governo que os impõe. Por seu valor especial, a experiência da Malásia indica que as dificuldades práticas não são tão grandes quanto se propõe amplamente. E a ausência de uma grande fuga de capital quando os controles são afrouxados não indica que os controles possam ser apagados, com sucesso, como medidas temporárias, e nem quando tenha decrescido o risco daquele pessimismo que se concretiza por força da própria expectativa.

Uma abordagem analítica da crise indica, portanto, que, quando a próxima crise vier, deveremos tentar impor, desde o princípio, algum tipo de toque de recolher para a fuga de capital. Talvez isso tenha somente de assumir a forma de um reescalonamento da dívida, por enquanto; mas a possibilidade de controles mais abrangentes não pode ser posta de lado. Naturalmente, a melhor resposta seria não entrar em crise, acima de tudo. O que poderia evitar crises futuras?

3. Arquitetura e tudo o mais.

Não sei quem propôs a expressão "arquitetura financeira internacional". Além da pompa talvez inevitável, o problema com essa expressão é que indica uma estrutura premeditada, controlada, que simplesmente não existe num mundo de mercados de capital fluidos e com controle oficial muito limitado. O sistema de Bretton Woods – que basicamente presumia a existência de um mundo em que os movimentos de capital privado eram de importância limitada e em que a questão-chave era o estabelecimento das regras do jogo para empréstimos de governo para governo – poderia ser considerado uma obra de "arquitetura". Qualquer sistema ou não-sistema que impusermos agora será, no melhor dos casos, um conjunto de pautas para a política a ser executada no período entre uma crise e outra. Permitame deixar de lado o tema da transparência e concentrar-me em duas áreas essenciais de disputa: o que deveria ser feito com o regime cambial e o que deveria ser feito em relação aos fluxos de capital.

■ Continua na página 10