

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 e 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 e (a taxa de câmbio). Uma versão melhorada de (3) abrigaria expectativas de que e 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

Eventos irrelevantes causaram uma perda de confiança que se reproduzia

O pior já passou, ou é o que esperamos. Mas qual foi o problema? Como pôde dar tudo tão errado tão de repente? O que deveríamos fazer para evitar outra crise financeira — ou, se ela vier, o que precisaríamos fazer para reduzi-la ao mínimo?

A verdade é que ninguém realmente imaginou que algo como a crise financeira asiática fosse possível e, mesmo depois do fato, não há consenso sobre porque e como ela aconteceu. Contudo, durante um ano mais ou menos, muitos economistas parecem ter convergido para uma opinião sobre a crise asiática que pode ser descrita como "economia aberta Bernanke-Gertler" (1).

A idéia é esta: presume-se que, com frequência, o investimento seja inibido pela riqueza — isto é, como as empresas têm limites à sua alavancagem, o nível de investimento é fortemente afetado pela riqueza líquida de seus controladores. E se presume também que, por uma razão qualquer, muitas empresas têm uma dívida substancial em moeda estrangeira. Então, duas possibilidades preocupantes podem aparecer.

Em primeiro lugar, a perda de confiança dos investidores estrangeiros pode justificar-se por si mesma, porque a fuga de capital leva à queda da moeda, e os efeitos dessa queda no balanço geral levam a um declínio no investimento interno.

Segundo, a reação normal contra a recessão — ou seja, emitir moeda — torna-se ineficaz, e mesmo contraproducente, porque o dinheiro fácil reforçaria a desvalorização da moeda, piorando com isso a situação difícil do balanço.

Dai, a crise asiática: acontecimentos aparentemente irrelevantes causaram uma perda de confiança que se reproduzia automaticamente, e os remédios macroeconômicos convencionais não estavam disponíveis. Ora, eu duvido que alguém acredite que a história toda se resume a isso; entretanto, esse é o modelo mais persuasivo de que dispomos. E deveríamos, portanto, levá-lo a sério e perguntar o que ele indica para o futuro — tanto para uma reforma da arquitetura financeira internacional (naturalmente, o primeiro passo de tal reforma é descobrir quem foi responsável por qualquer frase pomposa e puni-lo) quanto em relação a uma reação contra as crises, quando fracasse a reforma da arquitetura.

Estes apontamentos começam com uma sucinta exposição sobre um modelo simplificado da crise de 1997; e finalmente consideram que tipo de arquitetura da reforma poderia evitar as crises principalmente.

1. O esboço de um modelo de crise financeira

Desde os anos 60, o esquema básico de interpretação macroeconômica das economias abertas tem sido o modelo Mundell-Fleming. Em sua versão mais simples, esse modelo consiste de três equações. A primeira é uma equação de demanda agregada que relaciona os gastos internos com a renda real e a taxa de juros, juntamente com as exportações líquidas que dependem da taxa de câmbio real:

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

$$(2) M/P = L(y, i)$$

Em sua versão mais simples, esse modelo presume que os investidores são neutros quanto ao risco e têm expectativas estáticas sobre a taxa de câmbio, implicando uma equação de arbitragem

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 incapacitadas 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).

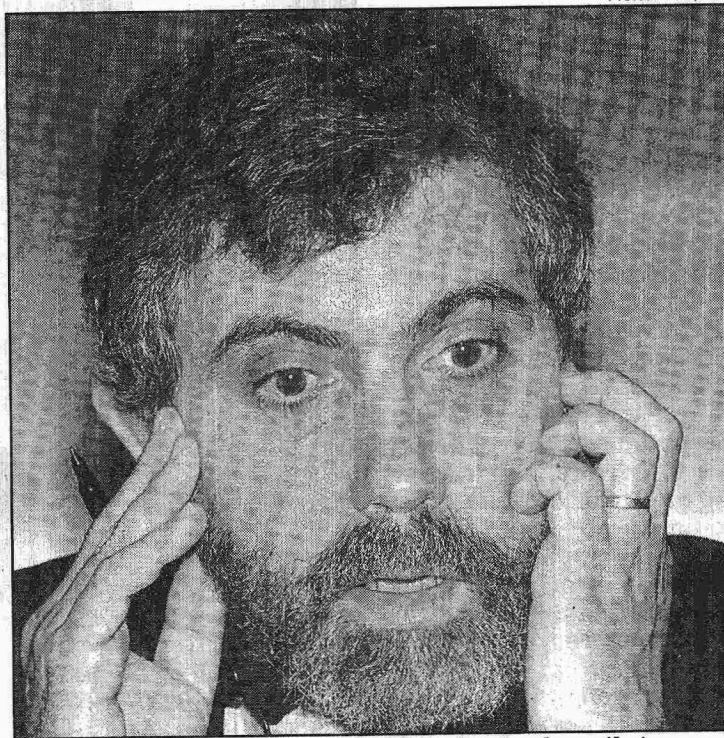
Porém, no meio termo, o efeito poderia ser suficientemente grande para ter mais importância que o efeito direto sobre a competitividade das exportações, de tal forma que, fora daquele âmbito, a desvalorização da moeda seria contracionista em vez de expansionista.

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 predomina 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 sobrecobrando. 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 tenham 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 ar-

gumentar que uma suspensão, quando negociada em conjunto com uma linha de crédito, é duplamente eficaz, porque estanca não somente a demanda por dólares que os credores teriam criado na ausência de um programa, mas também impede a tentativa adicional de converter a moeda local em dólares, que teria ocorrido como resultado do próprio empréstimo do FMI.

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 congelasse somente os empréstimos bancários (ou que, por outra, apenas congelasse as obrigações dos portadores de títulos da dívida pública privada) modificaria 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 negociou com os bancos fez 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 impedida por gastos públicos de um orçamento deficitário.

Fica claro que a aplicação da austeridade fiscal não ajuda, de nenhuma maneira objetiva, a prevenir ou sanar uma crise do tipo asiático. Naturalmente, se a auste-

ridade 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 televisada?).

(iv) Política monetária: O instrumento principal, e muito controverso, 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 convencido 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 energeticamente a política monetária. Quando os investidores estiverem convencidos de que a taxa de câmbio não irá desvalorizar grandemente, a contração monetária pode ser afrouxada.

O problema, naturalmente, é que, ao longo do caminho, a economia enfrenta uma forte contração na renda real, acompanhada de toda a desagregação social e talvez política que ela causa. Também, embora eu não possa apreender a neste enquadramento miniaturizado, uma grande contração real pode causar um declínio forte do investimento, pondo a economia numa forma de armadilha diferente, mas igualmente desagradável. (Veja a discussão desse ponto em "Balanços, o problema da transferência e as crises monetárias").

Pode-se alegar, com base nas experiências mexicana e coreana, que essa estratégia — impor uma contração monetária temporária e, por certo, grave, mas que esperamos que seja uma contração real embora de curta duração, sempre que haja uma perda de confiança na economia fundamentalmente arbitrária — funciona no final. Mas é preciso admitir que é uma maneira terrível de administrar a economia mundial.

(v) Reforma estrutural: Quando a crise ocorre, o governo é instado a anunciar e realizar reformas estruturais importantes, tais como privatização, expurgo dos bancos em má situação, etc.

No contexto de nosso modelo esquemático, é difícil entender como essa pode ser uma política de crise eficiente. Não é dizer, com isso, que a reforma estrutural seja uma coisa má: todos os países em crise tiveram (e ainda têm) sistemas econômicos em mau estado. Mas se você crê que a crise em si foi principalmente uma questão daquele pessimismo que acaba concretizando suas previsões, é difícil entender por que uma reforma estrutural seria de grande ajuda — a menos que, de alguma maneira, leve ao aumento da confiança.

Uma observação à parte: na prática, a inusitada expansão da política do FMI nessa crise, para abarcar 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 recitar suspensões temporárias da dívida e rolagens em vez de depender inteiramente de gestores 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 desmantelarão 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 propala amplamente. E a ausência de uma grande fuga de capital quando os controles são afrouxados não indica que os controles possam ser apregoados, com sucesso, como medidas temporárias, e removi-

do o risco de que aquele pessimismo que se concretiza por força da própria expectativa pessimista.

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. Permitam-me 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

As principais estratégias contra a crise têm sido equivocadas na origem