

## “Economia de bolha” e crise financeira no Leste Asiático e na Califórnia: uma perspectiva espacializada de Minsky<sup>1</sup>

---

Gary A Dymski<sup>2</sup>

### Introdução

Na visão de muitos analistas, os problemas econômicos em curso de diversas nações do Leste Asiático foram deflagrados pelo início da crise financeira – isto é, a incapacidade de mobilizar as poupanças e os fluxos de caixa necessários para a sustentação do crescimento do setor real. A importância da crise financeira parece especialmente crucial na compreensão das situações da Coreia e do Japão.<sup>3</sup> A saída de capital financeiro *offshore* da Coreia levou a um colapso do won e do mercado de ações no país, seguido da imposição de condicionalidades pelo FMI em dezembro de 1997. A economia japonesa, então, mergulhou em 1998 ainda mais profundamente na estagnação, com pessimismo dos consumidores e dívidas bancárias ruins levando a níveis de desemprego sem precedentes desde o período imediatamente posterior à Segunda Guerra. Os traumas da economia japonesa têm uma raiz financeira muito diferente dos da Coreia – os efeitos persistentes, especialmente sobre os porta-fólios bancários, da explosão da bolha de ativos do final dos anos 80.

Estes dois traumas demonstram claramente os perigos do mau funcionamento financeiro, pois tanto a economia da Coreia como a do Japão têm estado entre as mais fortes do mundo, e nenhuma das crises foi prognosticada. Uma vez que o Japão convive com o pessimismo e com os problemas de dívidas bancárias ruins há cerca de uma década, por que seu titubeio se transformaria agora num tombo? A República da Coreia, por sua vez, tem se mostrado o modelo exemplar de desenvolvimento bem-sucedido; sua ascensão dramática da pobreza

---

(1) Esta pesquisa recebeu o apoio parcial do *Pacific Rim Research Program* da *University of California*. Os participantes dos seminários realizados na *Seoul National University*, *Ehime University* e *University of Tokyo* contribuíram com comentários valiosos a uma versão anterior. Tradução do inglês por Martha Jalkauskas. Revisão técnica de Antonio Carlos Macedo e Silva.

(2) Agradecimento especial o autor faz a Jim Crotty, Akira Matsumoto, Hyeon-Hyo Ahn, Tatsuro Kakeshita e Tokutaro Shibata, embora assumam integralmente a responsabilidade pelo teor do texto.

(3) Akyuz (1998) salientou que a crise asiática tem dois momentos relativamente distintos, sendo o primeiro o colapso de diversas moedas e economias no Sudeste da Ásia em meados de 1997. Os problemas desses países podem ser entendidos como oriundos de uma série de fontes não-financeiras: elites nacionais *rent-seeking*; grande desigualdade de renda e riqueza; a “transição de Lewis” da abundância para a escassez de trabalho; as alocações inadequadas de recursos associadas à rápida migração das áreas rurais para áreas urbanas. De fato, alguns analistas – inclusive o *Trade and Development Report* de 1997 da UNCTAD, citado por Akyuz – haviam alertado para o caráter auto-corrosivo (*self-undermining*) das estratégias de crescimento dessas nações, e para o risco de seu colapso. O segundo momento desta crise envolve os revezes enfrentados pelas economias japonesa e coreana. A crise asiática pode ainda entrar numa terceira fase se a China desvalorizar o yuan.

para a riqueza foi coroada pelo ingresso na OECD em 1996 como a 11<sup>a</sup> maior economia do mundo.

Três visões sobre a aflição sofrida por essas duas nações por conta do mal funcionamento financeiro podem ser identificadas nas muitas das análises sobre a crise asiática. Uma delas, incorporada na visão do FMI sobre a crise coreana, afirma que o governo central regulava excessivamente o setor financeiro da Coreia e insistia em fluxos de crédito que seriam reprovados em um teste de mercado. Como os mercados financeiros coreanos tornaram-se mais abertos, alguns dos privilegiados *inside players* da Coreia fizeram investimentos *offshore* excessivamente arriscados; ao fracassarem, os administradores de fundos e os investidores externos reagiram (racionalmente) à precariedade da arquitetura financeira, retirando seus fundos. Uma vez que as práticas financeiras do país eliminarem as vantagens para os *inside players* e facilitarem os compromissos transfronteiriços, o crédito e o capital retornariam do exterior para a Coreia. Os problemas financeiros do Japão também podem ser atribuídos à sua histórica antipatia pelo capital estrangeiro e seu critério extra-mercado de alocação de recursos financeiros. Esta visão baseia-se na premissa de que o capital de investimento é o recurso globalmente escasso, cuja presença ou ausência determina o bem-estar nacional; então todas as políticas micro e macro estarão equivocadas sempre que inibam a mobilidade de capital ou as prerrogativas de investidores e banqueiros *offshore*.

Esta visão neoliberal tem sido amplamente criticada e nós não nos prolongaremos aqui a este respeito.<sup>4</sup> Outras duas interpretações dos problemas financeiros do Leste Asiático surgiram, ambas dando destaque ao papel das bolhas de ativos na eclosão da crise; tanto uma como outra interpretação partem do princípio de que os mercados financeiros comportam-se às vezes de maneira inadequada e geram custos para o setor real (em contraste com a primeira visão, segundo a qual os mercados financeiros apenas se comportam mal em reação a problemas remediáveis nessas estruturas de mercado). Uma delas poderia ser chamada de abordagem dos microfundamentos. A idéia aqui é que essas bolhas de ativos – e a crises financeiras delas derivadas – resultam de armadilhas comportamentais às quais os sistemas econômicos humanos são cronicamente propensos. As bolhas de ativos e as crises financeiras constituem então um padrão recorrente ao longo da história, com equívocos que se repetem. Por exemplo, Krugman (1998) e outros autores assinalam a semelhança entre a crise asiática atual e a crise da dívida latino-americana dos anos 80. Uma segunda abordagem explica as bolhas de ativos e as crises financeiras com base em circunstâncias historicamente únicas – pois em perpétua evolução – do regime financeiro e de comércio global (ver, por exemplo, Kozul-Wright & Bairoch (1996). Nesta visão, ciclos podem se repetir na história, mas a história nunca se repete. A primeira visão enfatiza a constância da insensatez humana – dos incentivos

---

(4) A visão do FMI é mais claramente detalhada em *The IMF's response to the Asian crisis*, divulgado no site do FMI (<http://www.imf.org/External/np/exr/facts/asia.HTM>) em 15 de junho de 1998.

microeconômicos perversos, no jargão dos economistas – e minimiza a gravidade da crise atual. A segunda visão salienta o perigoso potencial desta crise, por conta das forças macroestruturais únicas (e imprevisíveis) operando neste momento da história.

Onde fica Minsky nisto? Nosso propósito neste artigo é duplo: primeiro, classificar as diferentes interpretações sobre o papel das bolhas de ativos e da fragilidade financeira na crise asiática; segundo, entender a relevância específica da noção de Minsky sobre fragilidade financeira, interpretada aqui conforme a segunda abordagem, de cunho estrutural. Além disso, para utilizar a hipótese de Minsky para explicar uma bolha de ativos ou, por outra, aspectos da crise japonesa e coreana, é necessário espacializá-la – ou seja, explorar a emergência da instabilidade financeira num modelo explicitamente espacial em que fronteiras importam. O trabalho de Minsky sobre fragilidade financeira é a-espacial – supõe implicitamente que o ciclo financeiro desenvolve-se numa economia fechada e homogênea. Ironicamente, o próprio Minsky sugeriu a importância de uma abordagem atenta ao espaço em trabalho que antecedeu seus escritos sobre a hipótese de instabilidade financeira; com efeito, este artigo junta duas contribuições que Minsky deixou desconectadas.

A espacialização requer que os desequilíbrios comerciais e os fluxos de fatores transfronteiriços sejam levados em consideração. Desta maneira, torna-se claro que a fragilidade financeira, que é endêmica para todo crescimento nacional ou regional, pode ser intensificada por desequilíbrios transfronteiriços nos fluxos de poupança e de fatores. Então, o fato de que uma economia consiga ou não evitar uma crise financeira depende não apenas do ciclo econômico, como Minsky enfatizou, mas do sucesso da economia em mediar as tensões nos setores financeiro e real inerentes a economias com fronteiras. O sucesso ou o fracasso depende, por sua vez, da estrutura bancária da região.

Segue-se que a dimensão e as conseqüências das bolhas de ativos numa economia dependem de alguns aspectos estruturais centrais: o caráter do crescimento econômico; o diferencial de crescimento entre esta economia e a região circunvizinha; e o balanço de pagamentos desta economia com o resto do mundo. Desta forma, as bolhas de ativos não são sempre imputáveis a expectativas ou políticas equivocadas. Elas podem surgir como uma tendência crônica sob determinadas condições estruturais. A emergência ou não de bolhas de ativos depende em parte dos mecanismos institucionais da economia para canalizar influxos de poupanças e reservas para o investimento. E os efeitos de eficiência, equidade e fragilidade da intermediação dependem, por sua vez, do caráter da estrutura bancária. Assim, mudanças na estrutura bancária são cruciais; de fato, a perspectiva aqui desenvolvida enfatiza o feedback contínuo entre crescimento regional, condições macroeconômicas, estratégias concorrenciais dos bancos, impactos das decisões, bancárias e não-bancárias, de investimento e desenvolvimento, tomadas ao longo do tempo.

A Seção 1 sintetiza outras explicações sobre economias de bolha. A Seção 2 apresenta idéias acerca de uma perspectiva de fragilidade financeira espacializada. A Seção 3 explica porque a estrutura bancária é crucial para a mediação de fluxos espaciais de poupança e de fatores. As Seções 4-6 aplicam essas idéias a três episódios contemporâneos de boom e *bust* na Orla Pacífica: a ascensão e a queda dos preços imobiliários; a economia de bolha do Japão; e a recente quebra da economia coreana. A Conclusão resume a argumentação, com especial atenção para as implicações de política econômica.

### **1. Explicações sobre economias de bolha: problemas de expectativa, de incentivo ou de parâmetro**

As bolhas de ativos surgiram juntamente com mercados especulativos de ativos. Desde a mania holandesa das tulipas do início do século XIX, comentaristas tem se deleitado em apontar determinadas constantes no curso da longa e emaranhada história das bolhas de ativos rebentadas. O primeiro elemento é a presença de vigaristas maquinando esquemas para ludibriar o público. O segundo elemento é a predisposição de alguns donos de riquezas em acreditar nos esquemas mais improváveis, com base na mais frágil das evidências. O terceiro elemento são os investidores que agem em manada, seguindo a liderança de outros como cordeiros. O cenário se desdobra então como uma tragédia grega: o vigarista monta uma armadilha, que enreda otários, que atraem cordeiros.<sup>5</sup>

É tentador atribuir todas as bolhas de ativos à interação entre estupidez e criminalidade. Se isso fosse tudo no que tange às bolhas de ativos, elas ficariam fora do domínio da pesquisa econômica. Em primeiro lugar, a estupidez, se não a criminalidade, é excluída daquele tipo de teoria econômica construída sobre o comportamento “racional” do agente, ou seja, comportamento que consistentemente opera a favor dos interesses dos agentes. Em segundo lugar, a idéia de que vigaristas e otários são a constante eterna abstrai o fato de que a maior parte das bolhas de ativos surge no contexto de configurações particulares de forças econômicas estruturais. Desenvolver uma teoria econômica de bolhas de ativos requer, assim, que se investigue ou como os agentes racionais podem cometer equívocos coletivos deste tipo, ou os elementos estruturais subjacentes à ascensão e subsequente colapso dos preços dos ativos em casos particulares.

Modelos de bolhas com comportamento racional. Três modelos típicos de bolhas de ativos têm sido propostos com base na racionalidade dos agentes. Nas três abordagens, “bolhas” são situações nas quais os preços dos ativos são inconsistentes com seus valores fundamentais. Em princípio, as interações entre agentes racionais em mercados competitivos com preços flexíveis deveriam levar

---

(5) Kindleberger (1978) discute a história das bolhas de ativos. Um exemplo recente de abordagem de crime e trapaça é a narrativa, por Mayer (1990), da crise das Associações de Poupança e Empréstimos (*Savings & Loans*) americanas.

aos preços corretos; logo, as bolhas apresentam um paradoxo, já que os indivíduos de alguma forma definem o preço “errado” em equilíbrio, e as forças de mercado não o eliminam.

A primeira categoria de modelos desenvolve o agente representativo empregado em Solow-Swan e nos modelos de gerações sobrepostas. Sob determinadas condições, bolhas podem surgir. Num economia de horizonte infinito com um ativo produtivo, o preço deste em qualquer ponto do tempo consiste no valor presente de seu fluxo esperado de dividendos. Quando os agentes reavaliam este fluxo de dividendos, baseados em informação nova, o preço do ativo se equilibra num nível diferente. O que ocorre a seguir depende dos parâmetros que governam o ajuste dinâmico da economia. Se estas dinâmicas forem estáveis, a mudança do velho para o novo preço de equilíbrio demandará algum tempo, provocando um desvio temporário do equilíbrio de longo prazo que os agentes podem experimentar como “bolha” ou “colapso” do preço das ações. Se as dinâmicas de ajuste forem instáveis, quando um preço inicial é (ou torna-se) errado, o *market clearing* em qualquer período é alcançado apenas com base num preço futuro esperado que se desvia cada vez mais do valor fundamental do ativo. Quando uma “bolha” ocorre (isto é, quando o preço inicial é baixo demais), então o preço do ativo “explode” para o infinito (Azariadis, 1993: cap. 3).<sup>6</sup> As bolhas podem também surgir no arcabouço de gerações sobrepostas com um número infinito de agentes que utilizam um ativo nominal para transferir valor ao longo do tempo e lhe atribuem um valor que implica uma cadeia inviável de compensações ao longo do tempo (Mas-Collell, Whinston & Green, 1995: 771-5). Em ambas as categorias de modelos, as bolhas surgem em função de “estruturas de preferências, dotações e/ou condições iniciais que dependem do tempo” (*time-dependent structures*) (Azariadis, 1993: 365) e que empurram a macroeconomia temporária ou permanentemente (no caso explosivo) para longe dos equilíbrios de preço de ativo enraizado somente nos fundamentos.

Este contraste entre preço fundamental e preço de bolha dos ativos deu também origem a uma vasta literatura empírica sobre os preços do mercado financeiro. Muitos pesquisadores tomaram a idéia central dos modelos teóricos de agente representativo – de que os agentes nos mercados financeiros podem ter crenças auto-realizáveis de que alguns ativos possam assumir valores persistentemente mais altos que os valores fundamentais justificariam – como um ponto de partida e concentraram seus esforços em testes empíricos para descobrir se os preços dos ativos desviam-se dos valores fundamentais (de tendência) em padrões sugestivos de bolhas de ativos.<sup>7</sup> Numa análise típica desta tradição,

---

(6) Os resultados de um cenário de horizonte infinito mencionado aqui dizem respeito a modelos que têm trajetórias de equilíbrio únicas e estáveis. Alguns macroeconomistas (Farmer, 1993; Azariadis, 1993) exploraram as bolhas de ativos no contexto de economias de manchas solares (*sunspot economies*) com equilíbrios múltiplos, ao longo de trajetórias de ajustamento estáveis. Nesta categoria de modelos, as bolhas constituem um fenômeno transitório, já que os ajustes dinâmicos são amortecidos e não explosivos.

(7) O esforço pioneiro aqui inclui Flood & Garber (1980, 1982), Shiller (1981) e Blanchard & Watson (1982).

Santoni (1987) examina a evidência de série temporais de Wall Street nos períodos 1924/29 e 1982/87 para determinar se os preços observados sugerem a evidência de uma bolha especulativa. Utilizando valores-índice, ele busca evidências de autocorrelação nos movimentos dos preços de ações ou de “longos prazos” acima e abaixo dos valores médios; sem encontrar evidência desses efeitos, conclui que as rápidas quedas de preço em 1929 e em 1987 devem ter representado correções de preço baseadas em estimativas revisadas de fundamentais de mercado.

Em anos recentes, surgiu uma variante do modelo bolhas/fundamentos, denominada “síndrome de superempréstimo”. Superempréstimo envolve fluxos financeiros transfronteiriços; a idéia é a de que os fundamentos macroeconômicos definem um determinado nível para tais influxos. O antigo trabalho de McKinnon sobre repressão financeira (1973) sugere que os fluxos reais podem diferir deste nível ótimo em função do desalinhamento da taxa de câmbio. Seu trabalho mais recente (McKinnon, 1993) sugere que o superempréstimo também pode ocorrer em função da regulação inadequada dos bancos domésticos que têm acesso a empréstimos financeiros externos. De fato, demonstrou-se que crises cambiais e bancárias estão freqüentemente vinculadas (Kaminsky & Reinhart, 1996). O trabalho nesta linha apoia-se tipicamente de uma forma genérica e não especificada a uma abordagem de mercados eficientes; supõe que há fundamentos que deveriam determinar as alocações financeiras, e que um setor financeiro em bom funcionamento pode e deve espelhar oportunidades e desenvolvimentos do setor real.

Uma segunda classe de modelos parte de uma abordagem microfundamentada, na qual as bolhas surgem devido a problemas de incentivo sob informação assimétrica. O problema crucial está na incompatibilidade de incentivos entre um candidato a empréstimo bem-informado e um emprestador menos-informado: em jogos de horizonte infinito em que os candidatos a empréstimos pagam juros e se apropriam de retornos residuais, há um incentivo a que empreendam projetos mais arriscados que os emprestadores gostariam de subscrever. O potencial para “superempréstimo” e/ou uma “bolha” surge então quando os emprestadores não praticam vigilância adequada. Os sistemas bancários nos quais os riscos são garantidos são especialmente suscetíveis a este tipo de problema de risco moral. Em particular, um sistema de seguro de depósitos pode fazer com que os depositantes fiquem indiferentes ao grau de risco dos porta-fólios de empréstimo dos bancos; sob determinados sistemas de incentivo, os bancos nesta situação podem fazer empréstimos arriscados cujos custos podem vir a exceder o fundo de seguro de depósitos. De forma semelhante, grandes bancos operando com a premissa de que são “grandes demais para falir” podem fazer empréstimos demasiadamente arriscados, cujo custo recairá sobre as autoridades governamentais. Este tipo de explicação foi proposto para a crise americana do

sistema de poupança e empréstimo nos anos 80 e para a crise da dívida latino-americana.<sup>8</sup>

Paul Krugman (1998) propôs uma teoria de risco moral da crise financeira asiática que incorpora esses elementos. Argumenta ele, especificamente, que em cada nação há uma classe de ativos – em especial a terra – com volume fixo mas retorno variável. Digamos que o retorno sobre a terra possa ser alto ou baixo com probabilidade determinada. Então, sob neutralidade de risco, um preço justo para esta terra é (probabilidade de retorno alto) x (valor do retorno alto) + (probabilidade de retorno baixo) x (valor do retorno baixo). Krugman afirma que uma bolha em valores de terra surgirá quando uma série de demandantes desses ativos descartar o retorno baixo, e, assim, elevar seu preço ao valor do retorno alto. O culpado é o sistema bancário nacional, que terá enveredado por este comportamento de investimento arriscado sob a guarida de garantias governamentais implícitas contra falências. As bolhas de ativos rebentam quando ocorrem retornos baixos, gerando perdas, para os bancos, que os governos não conseguem ou relutam em absorver. Isto provoca um efeito contagioso quando os depositantes em bancos que detêm ativos supervalorizados deste tipo percebem que estão expostos a perdas na próxima vez que um resultado de retorno baixo for obtido.<sup>9</sup>

Curiosamente, muitos anos atrás Krugman argumentou em *Foreign Affairs* que algumas crenças comuns sobre a economia global contemporânea representam, elas próprias, um tipo de bolha especulativa. Em 1994, Krugman desmascarou o “milagre” econômico do Leste Asiático. Afirmou que o “notável recorde de crescimento do Leste Asiático tem sido acompanhado por um crescimento tão rápido dos *inputs*, que o crescimento econômico asiático, inacreditavelmente, deixa de ser um mistério”; a política industrial e a conformidade ideológica, nesta visão, exerceram papel pequeno ou nulo neste

---

(8) Os modelos-padrão de informação assimétrica da crise da dívida dos países menos desenvolvidos são Sachs (1984) e Eaton, Gersovitz & Stiglitz (1986). Dymksi (1995) explora esses modelos e fornece referências adicionais. Embora tais modelos não sejam desenvolvidos no contexto de bolhas de ativos, são facilmente interpretáveis naquele sentido. Esses modelos defendem a proposição de que a penalidade para o não-pagamento (P) era baixa demais em relação ao custo de saldar a dívida –  $L(1+r)$ , com L representando o valor do empréstimo e r a taxa contratualmente estabelecida. Isto é, os países tomadores de empréstimos não os saldavam porque  $P < (1+r)L$ . Tais contribuições não discutem o valor dos ativos em que se baseou o empréstimo; porém, implicitamente, o valor do ativo do país tomador está representado na variável L. Uma interpretação alternativa, então, é a de que os credores emprestaram demasiadamente, tendo por base ativos do tomador cujo valor foi superestimado. Certamente muitos países tomadores que suspenderam ou ameaçaram suspender o pagamento nos anos 80 eram ricos em *commodities*, cujo valor esperado era sistematicamente superestimado nos anos 70.

(9) Radelet & Sachs (1998) tentaram sintetizar algumas das abordagens aqui descritas por meio da afirmação de que as crises financeiras pode dever-se a uma de cinco causas: fundamentos macroeconômicos em deterioração, empréstimos com risco moral, pânico financeiro, bolhas de ativos e processos de reestruturação (*workouts*) desordenados. Tal lista aproxima abordagens que envolvem visões muito diferentes de como os mercados financeiros operam.

crescimento.<sup>10</sup> Em 1995 Krugman argumentou que o “Consenso de Washington” do início dos anos 90 – a noção de que a economia global havia adentrado um novo período de crescimento sustentado e de inflação baixa, estimulado pela liberalização comercial – era equivocado. Argumentou que a crise financeira mexicana de 1993/94 “foi um acidente que apenas esperava para acontecer, porque o formidável sucesso inicial do Consenso de Washington baseou-se não em resultados sólidos, mas em expectativas excessivamente otimistas. Não que as recomendações de política assinaladas por Williamson estivessem equivocadas, mas sua eficácia – a capacidade de transformar a Argentina em Taiwan da noite para o dia – havia sido superestimada. De fato, o reinado de cinco anos do Consenso de Washington pode proveitosamente ser considerado um tipo de bolha especulativa – envolvendo não somente o processo econômico usual pelo qual o otimismo excessivo do mercado pode ser uma profecia temporariamente auto-realizável, mas um processo político mais sutil, por meio do qual as crenças comuns dos formuladores de políticas e investidores se alimentaram umas às outras”.

Resta saber se Krugman é contestador o suficiente para indicar num próximo ensaio em *Foreign Affairs* que a abertura dos mercados de ativos na Ásia para não-residentes e firmas estrangeiras não recolocará o Consenso de Washington no bom caminho.

Quão bem ajustam-se esses modelos à experiência do leste asiático? Inúmeros pesquisadores aplicaram a estrutura bolha-versus-fundamentos ao comportamento de mercado de ativo japonês nos anos 80 e 90. Isto é admitidamente uma interpretação forçada, considerando que os mercados de ativos japoneses violam inúmeras hipóteses necessárias ao modelo de mercados financeiros eficientes, como, por exemplo, a exigência de que os mercados sejam competitivos e completos. Todavia, alguns pesquisadores têm argumentado que os fundamentos explicam parte da bolha de ações do Japão. Por exemplo, Kon-Ya (1994) acredita que fundamentos como taxas de juros, aversão ao risco do investidor e os níveis de lucro esperados afetam os movimentos de preços das ações japonesas; mas observa que as flutuações desses preços foram “magnificadas pela estrutura do mercado acionário japonês, caracterizado pelo

---

(10) Esta avaliação sobre o crescimento do Leste Asiático compara-se à própria posição de Krugman sobre retornos crescentes de escala. Os escritos de Krugman sobre *path dependence* e não-linearidades no crescimento urbano enfatizam economias pecuniárias de escala – eficiências na produção derivadas de *linkages* de bens intermediários entre empresas em grupos industriais – e sustenta que outros tipos de externalidades “não-pecuniárias” como *spillovers* de educação e conhecimento específico à empresa podem ser desprezados, pois são difíceis de medir com acuidade. Em ambos os casos, Krugman prefere concentrar-se nos “primitivos” – as características das funções de produção das empresas per se – sem analisar outros aspectos estruturais da economia.

predomínio de investidores institucionais com poder para influenciar muito as decisões uns dos outros.”<sup>11</sup>

Outros pesquisadores ressaltam a importância dos fatores estruturais, e não dos “fundamentais”, nas bolhas de ativos japonesas. Por exemplo, Ito & Iwaisako (1996) afirmam que os empréstimos bancários ao setor imobiliário, bem como a interação entre as receitas líquidas de firmas com acesso restrito ao crédito e o valor da terra como garantia, explicam boa parte da elevação nos preços dos ativos japoneses; além disso, os testes empíricos levaram-nos a concluir que as elevações dramáticas nos preços de ações e das terras no período 1989/90 “não são explicados por qualquer modelo de preços de ativo baseado em fundamentos ou bolhas racionais”.

A disseminação de colapsos cambiais, bancários e dos mercados de ativos na Ásia estimulou a elaboração de alguns artigos construídos com base na abordagem da “síndrome do superempréstimo”. A questão central examinada é se esses colapsos foram prenunciados pela deterioração de fundamentos macroeconômicos ou estruturais. Hardy & PazarbaçioYolu (1998) utilizam um modelo multinomial *probit* para testar se uma série de variáveis macroeconômicas e financeiras são indicadores adequados de crises bancárias; para o Leste Asiático, descobriram que variáveis que capturam a vulnerabilidade dos setores bancário e corporativo predizem as crises subsequentes, o mesmo não ocorrendo com as variáveis macroeconômicas. Berg & Pattillo descobriram que diversos modelos de “superempréstimo” teriam mostrado pouca utilidade na previsão das crises cambiais asiáticas (inclusive Tailândia e Coréia). Radelet & Sachs (1998) sustentam que o pânico financeiro do Sudeste da Ásia foi deflagrado pela deterioração das variáveis macroeconômicas e agravado pelo comportamento de manada.<sup>12</sup>

E os modelos microfundamentados baseados em incentivos, quão bem se ajustam aos dados? A questão principal é que, antes da teoria de risco moral de Krugman sobre a crise recente, os modelos de incentivos com informação assimétrica defendiam rigorosamente o ponto oposto: que a estrutura da intermediação financeira do Leste Asiático vinha sendo um fator do sucesso do “milagre” asiático. Por exemplo, Stiglitz & Uy argumentam que “muitas

---

(11) É difícil acrescentar fatores estruturais ao modelo de bolhas/fundamentos sem com isso destruir sua noção de fundamentos. Como mostrou Shiller (1989), os testes de eficiência do mercado financeiro avaliam duas hipóteses ao mesmo tempo, não apenas uma: como os agentes formam expectativas e se os preços dos ativos refletem ou não os fundamentos. Ao mesmo tempo em que isto frustrou os esforços de Shiller para demonstrar que o excesso de volatilidade do mercado financeiro implica que os preços dos ativos são especulativos, restringiu o potencial de qualquer esforço em demonstrar que os preços dos ativos refletem os fundamentais. Assim, os testes de classificação que Santoni realizou para a economia americana são fracos: eles levam a uma firme conclusão – neste caso, de que a ausência de componentes robustos de bolhas de ativos em preços de ações implica eficiência no mercado financeiro – unicamente porque ele impôs sua conclusão por hipótese e não por teste derivado de forma empírica.

(12) Estes resultados são provenientes de um *working paper* do FMI (*Are currency crises predictable? A test*), de Andrew Berg e Catherine Pattillo, e ainda não disponibilizado no website; os resultados aqui citados foram extraídos de um artigo da *The Economist* (1 ago. 1998).

características das intervenções no setor financeiro asiático se destacam: elas incorporaram aspectos que melhoraram as chances de sucesso e reduziram as oportunidades de abuso; intervenções que não funcionavam bem foram abandonadas sem hesitar; e as políticas foram adaptadas para refletir condições econômicas em mudança.” (Stiglitz & Uy, 1996: 249).

Estes autores prosseguem, desenvolvendo um argumento exatamente oposto ao de Krugman em relação a risco moral, intervenção governamental e crises financeiras:<sup>13</sup>

“As crises financeiras ocorrem com notável frequência na ausência de intervenção governamental. O monitoramento privado aparentemente não é suficiente para impedir uma crise financeira. Além disso, nenhuma instituição financeira específica terá, por conta própria, cuidado suficiente para evitar desequilíbrios financeiros. ... problemas de risco moral... surgem com instituições financeiras subcapitalizadas, pois é maior a probabilidade de que estas assumam grandes riscos – elas têm menos a perder caso um empréstimo fracasse do que as instituições financeiras mais bem capitalizadas”.

A justaposição de Krugman e Stiglitz sugere que o risco moral *per se* ou, de maneira mais ampla, a abordagem do modelo de incentivos, são plásticos e indeterminados. Para que modelos deste tipo sejam mais que temas para discussão, as interrelações estruturais que condicionam os problemas de incentivo, sobre os quais se concentram, devem ser mais bem compreendidas.

Em suma, as tentativas de usar tanto a abordagem de bolhas/fundamentais como a abordagem baseada em incentivo para a crise financeira asiática acabam por lançar o foco sobre fatores estruturais. Há dois caminhos a partir daqui. Um consiste em supor que a informação sobre todos os fatores estruturais relevantes existe; por isso, as pessoas comportam-se irracionalmente porque perdem a capacidade cognitiva de avaliar a informação de forma acurada, ou porque faltam toda a informação relevante. Esta tem sido a direção seguida por inúmeros teóricos, inclusive Guttentag & Herring (1984a, 1984b).<sup>14</sup>

Entretanto, a informação necessária para os cristalinos cálculos implícitos em modelos de informação assimétrica pode não existir, o que sugere uma segunda direção: assumir que a informação necessária para objetivamente entender a dinâmica do sistema de mercado não está lá fora, aguardando sua descoberta. Esta é o *insight* metodológico central na Teoria geral de Keynes: o futuro é incerto porque os eventos que se desenrolam em tempo real não obedecem distribuições de probabilidade pré-determinadas. Não há como saber se o fato de os preços dos ativos se elevarem com base em perspectivas de ganhos mais altos é consistente com “valores fundamentais”; as comparações podem ser

---

(13) Stiglitz (1994) descreve detalhadamente a *rationale*, para a intervenção governamental, derivada da falha de mercado.

(14) Estes autores argumentam que dissonância cognitiva e *disaster myopia* levam a ciclos financeiros: as pessoas descontam a probabilidade de desastres, quão mais distantes da última ocorrência. O sucesso alimenta a arrogância.

feitas apenas com valores de tendência. Na visão de Keynes, as pessoas não podem ser totalmente racionais, pois a informação paramétrica não está disponível para ser apropriada.

## **2. Uma abordagem estrutural keynesiana para o crescimento econômico limitado espacialmente**

Este segundo caminho é a direção aqui seguida. Não que se pretenda negar a importância da interação entre otários e artistas da vigarice, dos fracassos da percepção humana e do processamento da informação, ou dos problemas de incentivo na ascensão e queda das “bolhas” econômicas. Mesmo admitindo que todos esses fatores exerçam algum papel, nós aqui investigamos como as bolhas podem surgir em função da interação entre incerteza e forças econômicas estruturais.<sup>15</sup> A priori não há como determinar se esta abordagem é melhor ou pior que as outras alternativas mencionadas na seção 2. Entretanto, é pelo menos reconfortante saber que uma autoridade do porte do Banco de Compensações Internacionais (BIS) reconheceu recentemente a inescapabilidade da incerteza na presente situação mundial; veja-se a passagem extraída do relatório anual de 1997 do BIS, reproduzida no começo deste artigo.<sup>16</sup>

As idéias keynesianas acerca da incerteza originaram-se com Keynes, mas foram subseqüentemente desenvolvidas por Shackle (1972), Davidson (1994), Minsky (1975) e outros economistas pós-keynesianos; nós aqui recorremos livremente a essas idéias. O principal *insight* metodológico de Keynes, de que a base informacional das decisões humanas mais importantes é incompleta, tem conseqüências profundas. Sugere, em primeiro lugar, que os compromissos de longo prazo são irreversíveis. Segue-se que as pessoas oscilarão entre a disposição de compromissos irreversíveis, de um lado, e a busca de ativos líquidos que maximizem a flexibilidade e minimizem o risco, de outro. A incerteza também tem implicações sobre como os agentes formam suas expectativas e tomam decisões: primeiro, eles não podem formular expectativas de valores de ativos que sejam invariantes no tempo; além disso, têm algum grau de descrença em suas próprias estimativas, bem como alguma dúvida de que essas estimativas orientarão a formação de preço de mercado.

Torna-se difícil caracterizar “bolhas” porque a linha que separa os investimentos sólidos dos frágeis é inconstante e mutável ao longo do tempo.

---

(15) Ademais, o autor não quer dizer que os fatores enfatizados nesta narrativa forneçam entendimento suficiente da dinâmica econômica. Nossa avaliação é incompleta por não incorporar o poder e suas conseqüências, incluindo disputas sobre a distribuição de renda, sobre a alocação de recursos e sobre a desigualdade de raça e sexo.

(16) As idéias aqui são complementares à interpretação keynesiana espacial de Chick & Dow (1988) da preferência de liquidez. As autoras argumentam que, à medida que os mercados financeiros se desenvolvem, eles transferem capital mais eficientemente das áreas periféricas para os centros financeiros, que atribuem um prêmio maior para a liquidez – agravando assim a desigualdade regional.

Como observa Grant, “todo empréstimo, mesmo que completamente segurado, é um tipo de especulação” (5, 1995). As decisões tomadas sob condições de incerteza acontecem em tempo real; ou seja, as conseqüências são desconhecidas no momento em que as decisões são tomadas, de forma que o passar do tempo sempre ameaça corroer planos bem delineados. Avançamos através deste mundo sob uma condição de incerteza fundamental, que nos nega o conhecimento das coisas que mais precisamos saber.

Essas dimensões de um ambiente econômico incerto imediatamente sugerem a importância de estruturas institucionais. A estrutura importa de (pelo menos) dois modos. Primeiro, Crotty (1993) enfatizou que, sob incerteza keynesiana, as pessoas constroem regras de bolso para orientar seu comportamento; quando amplamente adotadas, essas convenções podem criar uma estabilidade condicional por determinados períodos, direcionando os comportamentos de uma forma que limita as conseqüências da incerteza.<sup>17</sup> Essas convenções dão às pessoas segurança suficiente de que estão minimizando o risco de erros e para que possam assumir compromissos de longo prazo (como compras de terras e ativos fixos). Crotty prossegue observando que, embora as convenções limitem a incerteza, elas não a reduzem ao risco probabilístico; de fato, as mesmas convenções que geram estabilidade condicional por um certo tempo acarretam conseqüências comportamentais que minam essa aparente estabilidade, trazendo-nos novamente face a face com as conseqüências da incerteza.<sup>18</sup>

A hipótese de instabilidade financeira de Minsky. Os eventos econômicos não são moldados apenas pelas convenções comportamentais; eles se desenrolam dentro de cenários estruturais agregados, que tanto dão forma às dinâmicas econômicas como estabelecem limites aos resultados factíveis. Muitos teóricos seguiram a observação, por Keynes e Kalecki, de que a relação entre investimento e poupança pode dar origem a ciclos econômicos. Além disso, a observação de Keynes de que os agentes econômicos menosprezarão a liquidez em períodos de crescimento econômico e elevação dos valores de ativos, mas correrão para ela quando esses valores caírem, sugere uma fonte financeira de flutuação cíclica. Isto foi explicado definitivamente por Hyman Minsky (1975),<sup>19</sup> que mostrou que assim como as expectativas variam com o estado do ciclo econômico, as relações patrimoniais também evoluem sistematicamente durante o ciclo. Inicialmente, os porta-fólios são robustos porque os ativos são precificados de forma conservadora, e os compromissos de dívida são modestos; mas, no curso de uma fase de expansão, os preços dos ativos sobem e os encargos sobre a dívida aumentam até

---

(17) Isto resgata parcialmente a noção de “racionalidade”, se redefinida como o comportamento orientado pela busca de um objetivo, baseado na informação que as pessoas imaginam ter e nas reações a essa informação por elas esperadas. Neste sentido redefinido, o comportamento de manada pode ser considerado “racional”, como no instigante exemplo de Keynes da escolha da ganhadora de um “concurso de beleza” (1936, cap. 12).

(18) Um exemplo óbvio de regra prática auto-corrosiva é a noção de que um imóvel em determinada área de mercado é a um tempo o ativo de retorno mais alto e o mais seguro que se pode deter.

(19) Os escritos de Kindleberger (1978) sobre este assunto merecem também reconhecimento. Ele se concentra mais nos episódios históricos de instabilidade financeira e Minsky mais sobre sua lógica estrutural.

que finalmente os compromissos determinados pelos passivos ultrapassam os retornos dos ativos, e uma reversão é induzida. Uma economia torna-se financeiramente mais frágil enquanto transcorre a expansão, com a consequência de que um período de instabilidade financeira é finalmente atingido: os valores dos ativos caem e um ciclo de deflação da dívida pode ser desencadeado.

O Quadro 1 retrata os estágios de um ciclo minskyano.<sup>20</sup> Duas linhas deste quadro são de especial interesse. A última linha, sob o título de “fatores e razões financeiros”, mostra a relação entre preços de mercado de ações e preços de produção de ativos de capital. Minsky denominou estas duas médias  $P^K$  e  $P^I$  no que gostava de chamar modelo de “dois preços”. Esta idéia de dois preços fornece diretamente uma definição do termo *bolha de ativos* para uso aqui. Se o preço de produção dos ativos de capital mantiver uma relação fixa com o preço de produção dos bens de consumo, então a razão ( $P^K/P^I$ ) representa a parte de uma elevação qualquer nos preços dos ativos que não está relacionada ao aumento no custo de produção dos ativos de capital. Uma economia então tem uma bolha de ativos sempre que ( $P^K/P^I$ ) for superior a um por um período prolongado de tempo.<sup>21</sup>

O Gráfico 1 mostra um quadro estilizado de uma crise minskyana à medida em que se desdobra no tempo. Esta representação enfatiza o papel central de uma bolha de ativos na visão de Minsky da flutuação cíclica. A rápida trajetória do crescimento do produto acaba por esgotar a capacidade industrial e força as firmas a incorrer em dívida para expandir a produção. A combinação de expectativas eufóricas e pressão competitiva eleva as razões dívida/renda e os preços dos ativos simultaneamente; a alavancagem é recompensada. Assim, quando chega o colapso, ele chega de forma dura e rápida.

Isto sugere imediatamente uma interpretação minskyana da bolha de ativos japonesa, em que a rápida elevação dos preços dos ativos gerou fragilidade financeira e, após ter sido atingido o pico em seus preços, uma dinâmica de deflação de dívidas. Shibata (1998) e Matsumoto (1997), entre outros, incorporaram esses elementos minskyanos em suas avaliações da crise econômica japonesa nos anos 90. Akyuz (1998), em sua análise das crises financeiras asiáticas, também assinala a importância da instabilidade financeira minskyana nesses episódios.<sup>22</sup>

---

(20) Os interessados em uma elaboração e avaliação adicionais sobre as idéias de Minsky podem consultar Dymksi (1997), Dymksi & Pollin (1993, 1994).

(21) O termo “bolha” deve ser definido em um cenário keynesiano sem recorrer à noção de “fundamentos”. Observe-se que aumentos no preço de aluguel da terra não elevará esta razão; e, uma vez que aumentos nos preços da terra são uma parte da bolha japonesa, esta medida não a captura integralmente. A definição de bolha de ativos aqui utilizada é próxima da abordagem de Matsumoto (1997), que define uma bolha como uma situação em que a tendência de elevação nos preços das ações excede a tendência de elevação na renda nacional por um período sustentado.

(22) Bordo, Ito & Iwasako (1997) implicitamente reconhecem a importância da dinâmica da deflação de dívidas em sua comparação entre a experiência do Japão nos anos 90 e a dos Estados Unidos nos anos 30. Entretanto, concentram-se inteiramente no papel da política monetária no agravamento (Estados Unidos, anos 30) ou atenuação (Japão, anos 90) das consequências das quedas nos preços dos ativos, não investigando as origens dos movimentos desses preços. Ver, contudo, a referência acima a Ito & Iwasako (1996).

Quadro 1  
Um ciclo minskyano

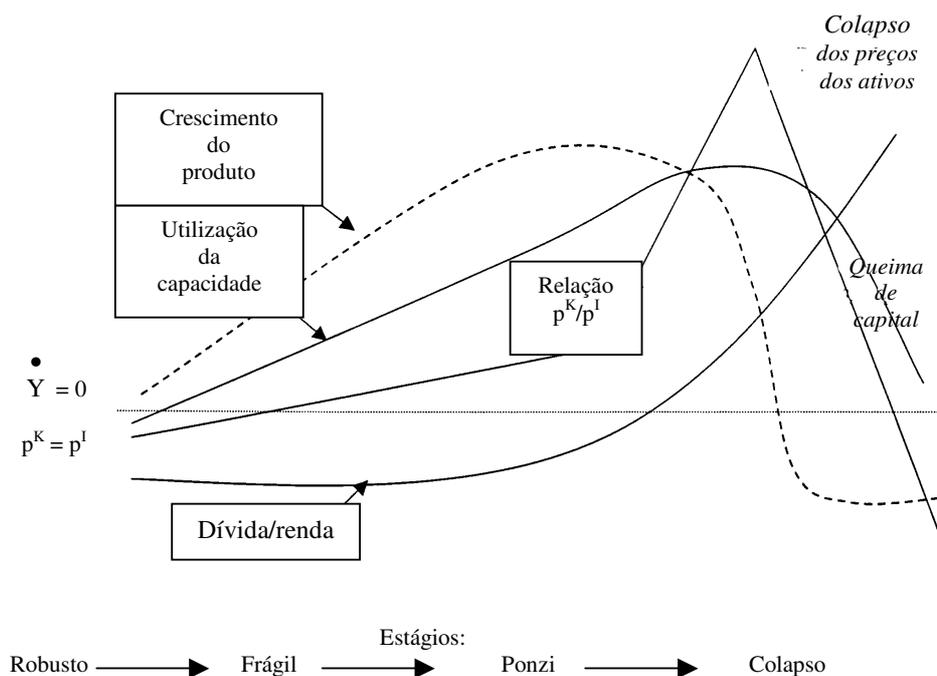
Estágios de um ciclo minskyano					
	1 Crescimento financeira-mente robusto	2 Crescimento financeira- mente frágil	3a Desaceleração financeiramente frágil	3b Crescimento Ponzi	4 Depressão e quebra financeira
<b>Variáveis da economia real</b>					
Taxa de crescimento econômico	Rápido crescimento do produto		Crescimento do produto em desaceleração	Contração do produto	
Utilização da capacidade	Muita capacidade ociosa	Pouca capacidade ociosa	Plena utilização da capacidade, estrangulamentos	Muita capacidade ociosa	
Rendimento de ativos fixos	Aluguéis e preços da terra baixos	Aluguéis e preços da terra em elevação	Aluguéis e preços da terra altos	Aluguéis e preços da terra em colapso	
<b>Fatores e relações financeiros</b>					
Fontes de financiamento de investimento	Lucros retidos, governo	Emissão de ações e de títulos de dívida	Emissão de títulos de dívida	Emissão de ações e de títulos de dívida	n.d.
Nível de riqueza (valor contábil do patrimônio líquido)	Relação ativo/passivo baixa ( $\Delta A, P$ fixo)	Relação ativo/passivo em elevação ( $\Delta A > \Delta P$ )	Relação ativo/passivo alta e estável ( $\Delta A = \Delta P$ )	Relação ativo/passivo alta e em elevação ( $\Delta A > \Delta P$ )	Colapso para baixa relação ativo/passivo ( $\Delta A, P$ fixo)
Relação dívida/renda	Relação dívida/renda baixa (denominador +)	Relação moderada (numerador +)	Relação alta e estável	Relação alta e em elevação (numerador +)	Explosão da dívida (numerador +, denominador -)
Mercado de ações vs. preços de produção do ( $P^K$ vs. $P^I$ )	$P^K = P^I$ (nível baixo)	$\Delta P^K = \Delta P^I$ (nível moderado)	$\Delta P^K = \Delta P^I$ (níveis altos de ambos os "preços de ativos")	$\Delta P^K > \Delta P^I$ (níveis altos dos preços das ações)	$\Delta P^K < \Delta P^I$ (colapso do mercado acionário) ou $P^K = P^I$ ( <i>soft landing</i> )

Nota: Minsky sugere que as economias capitalistas com setores financeiros desenvolvidos e baseados no mercado seguem uma seqüência cíclica envolvendo os estágios 1, 2, 3b e 4. Isto sugere que uma retração no crescimento é sempre precipitada por uma quebra. Entretanto, uma economia poderia também seguir uma seqüência cíclica envolvendo os estágios 1, 2, 3a e 4 – isto é, poderia ser impulsionada para a recessão sem que tenha por origem uma quebra financeira.

No ciclo financeiro de Minsky, uma quebra torna-se cada vez mais provável à medida que três desequilíbrios crescem: um desalinhamento do crescimento do produto e dos preços das ações; um desalinhamento do mercado de ações e dos preços de produção do capital (sendo o primeiro mais alto que o último); e um crescimento na relação dívida/renda. O que acontece a seguir (após o Estágio 4) depende da política de estabilização do governo. Quando a política governamental é completamente passiva, uma deflação de dívidas ocorre, com um equilíbrio de nível baixo (estágio 1) restabelecido somente depois de muitas falências e "queima de capitais" (na expressão de Marx). Quando a política governamental é compensatória, a economia pode sair do estágio 3a ou recuperar-se estágio 4 por meio da inflação, conduzida pela déficit governamental e pela política monetária expansionista.

Fonte: Minsky (1975).

Gráfico 1  
Um quadro estilizado de uma crise de Minsky



Nota: As variáveis apresentadas são medidas contra a tendência cíclica, com o tempo transcorrido da esquerda para a direita no diagrama.

Mas a questão é: quanto daquilo que se revelou no Sudeste e no Leste Asiático pode ser interpretado como um ciclo minskyano? Em termos axiomáticos, a fragilidade financeira minskyana é *suficiente* para explicar as crises asiáticas? É ela *necessária*? Suficiência implicaria que a fragilidade minskyana por si só conduzirá a uma crise financeira explícita. Necessidade implicaria que a fragilidade de Minsky deva estar presente antes que uma crise financeira possa ocorrer.

Para avaliar a necessidade e a suficiência da fragilidade minskyana na crise financeira asiática, podemos considerá-la à luz de outra abordagem: o modelo de crise da moeda de Krugman (1979). O Quadro 2 e o Gráfico 2 apresentam uma estilização deste modelo de boom/bust: uma nação experimenta algum sucesso no crescimento econômico por meio de um bom desempenho exportador com moeda desvalorizada. Acumula reservas e cresce mais rapidamente. Os investidores externos tomam consciência das perspectivas desse país; investem, na forma de investimento externo direto e/ou de porta-fólio. Há um boom cambial; o país cresce rapidamente, suas reservas aumentam ainda mais, e sua conta corrente torna-se negativa. Em algum momento, os investidores

estrangeiros reagem à deterioração da conta corrente; começam a duvidar se as reservas do país são suficientes para acomodar esta drenagem constante. Eles retiram seus recursos, deixando a economia privada de reservas, das quais precisa para cobrir os déficits correntes. Este hiato é coberto por uma diminuição no crescimento e/ou uma desvalorização competitiva. A aplicabilidade da última parte desta seqüência estilizada à experiência coreana recente é óbvia.

Quadro 2  
Uma crise cambial

	Fases de uma crise cambial			
	1: Período inicial	2. Período intermediário inicial	Período intermediário avançado	4: Período de crise
Taxa de crescimento econômico	Baixa para crescente	Alta		Alta para baixa
Crescimento econômico doméstico	Lento	Crescente		Alto
Saldo em conta corrente	Exportações > Importações		Exportações # Importações	Exportações < Importações
Acumulação de reservas estrangeiras	Acumulação positiva		Equilíbrio	Perda de reservas
Valor da moeda nos mercados globais	Baixo	Crescente		Alto para baixo

Gráfico 2  
Uma representação estilizada de uma crise cambial

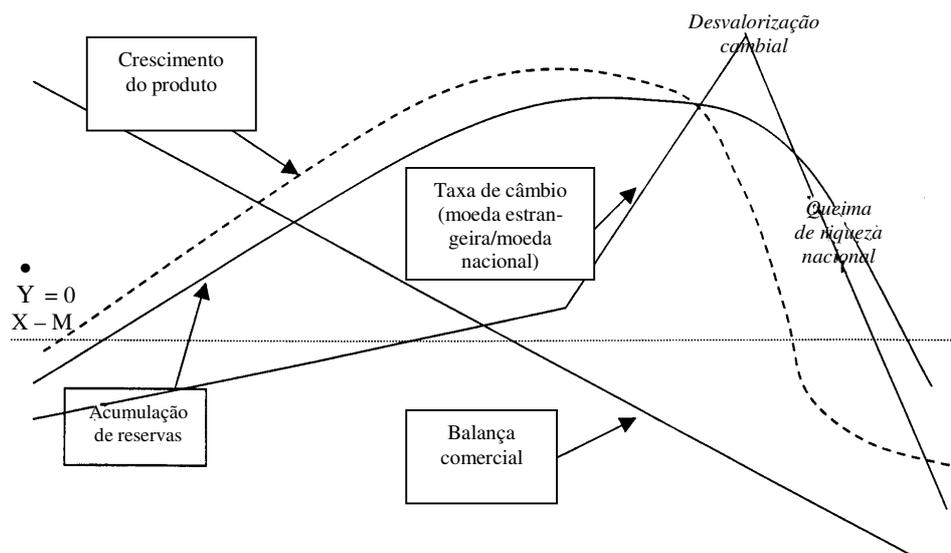
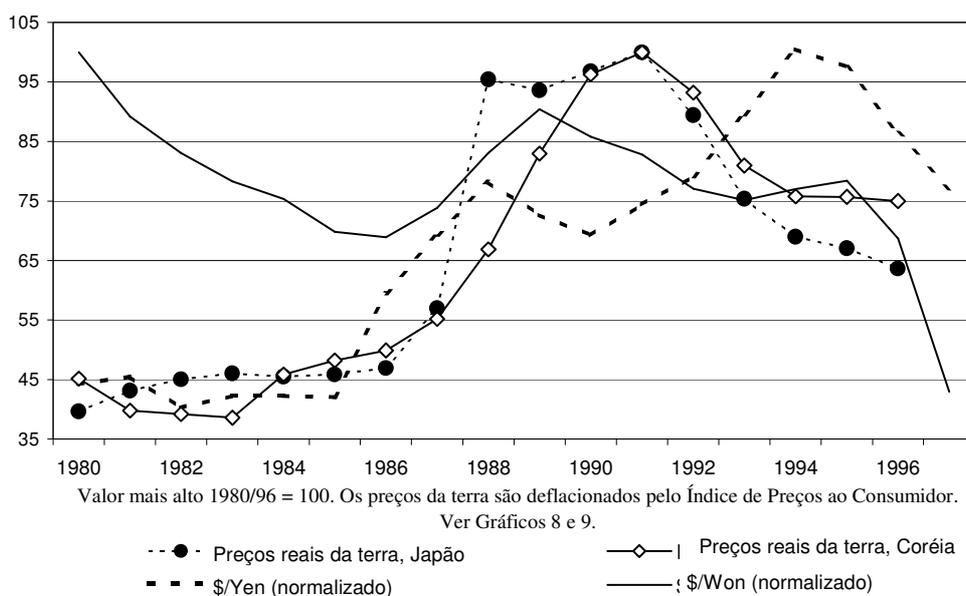


Gráfico 3  
Preços da terra e taxas de câmbio, Japão e Coréia, 1980/97



A semelhança entre essas duas abordagens é claramente ilustrada por uma comparação entre os Gráficos 1 e 2: ambos destacam um desenvolvimento gradual seguido de um rápido colapso. Mas o que solapa o boom no caso da crise cambial é a erosão gradual da balança comercial combinada com o superaquecimento do boom de investimento; no caso de Minsky, é a interação entre expectativas eufóricas e as posições passivas. Em princípio, uma crise cambial poderia formar-se e eclodir mesmo sem uma bolha de ativos doméstica; inversamente, um ciclo de Minsky poderia ocorrer sem uma crise cambial. Muitos episódios da crise financeira da economia americana nas últimas três décadas demonstram o último ponto empiricamente. A experiência recente do Japão e da Coréia demonstra o ponto anterior. O Gráfico 3 esboça os preços reais da terra nesses dois países no período 1980-96, ambos com pico em 1991. Mostra ainda que o iene atingiu um pico em relação ao dólar em 1994, caindo em seguida; mas o won teve um pico localizado em 1989 e novamente em 1995, antes do colapso em 1997. Portanto, uma crise cambial pode ocorrer sem que uma crise minskyana a anteceda (caso da Coréia em 1997); crises minskyanas podem ocorrer sem uma deterioração da conta corrente e uma queda dos valores da moeda (Japão no início dos anos 90). Assim, a fragilidade financeira de Minsky não é a única fonte possível de todas as

crises financeiras observadas; e uma crise financeira pode ocorrer sem o agravamento anterior da fragilidade minskyana.<sup>23</sup>

A insuficiência dos dois modelos como condição necessária ou suficiente para explicar crises financeiras mostra que têm pontos cegos. O modelo de Minsky não atenta para as significativas dificuldades impostas pelas relações conta corrente/reservas. A forma madura do modelo de Minsky adotou uma abordagem de economia fechada porque os Estados Unidos eram, para ele, o caso paradigmático de uma grande economia com mercados financeiros maduros. Mas, na experiência recente, as crises financeiras são especialmente prováveis em economias *imaturas* (Malásia) ou *semi-maduras* (Coréia); e a relação conta corrente/reserva é crucial nestas economias abertas. Por sua vez, o modelo de crise cambial deixa de lado o impacto dos desequilíbrios patrimoniais e da relação dívida-renda sobre os preços dos ativos do país-alvo. Estes dois pontos cegos são complementares, e não redundantes; e há mais aspectos envolvidos na crise financeira do que aqueles por eles contemplados.

Análise das economias de boom e das bolhas de ativos. Não se trata de dizer que o modelo de Minsky seja errado. Longe disso. Ele dá conta de uma tendência importante na dinâmica das economias com mercados financeiros abertos. O modelo de crise cambial pode, por sua vez, captar alguns aspectos centrais da experiência de alguns países (como a Coréia), embora tenha menor relevância para a crise financeira de outros países (como o Japão). O modelo de Minsky é simplesmente incompleto.<sup>24</sup> Isto leva a um ponto crucial: o contexto estrutural – as particularidades históricas de tempo e lugar – de qualquer caso afetam crucialmente os resultados observados. Desta forma, compreender eventos por meio de uma análise keynesiana de dinâmica financeira significa focalizar não apenas o comportamento sob incerteza e a fragilidade financeira, mas também a especificidade estrutural desses eventos.<sup>25</sup>

---

(23) Observe-se que o modelo de crise cambial de Krugman não dá conta de muitos aspectos no caso das duas crises cambiais mostradas no Gráfico 3. A queda no valor da moeda no Japão nos anos 90 não esteve associada nem a uma queda das reservas em moeda estrangeira nem a significativos influxos de capital. Embora o modelo de crise cambial descreva bem os últimos estágios do colapso cambial coreano, este colapso não foi precedido por um pico da moeda; como mostra o Gráfico 3, os picos do won em 1980 e 1989 estiveram bem acima daquele registrado em 1995. Se isto foi um caso de boom e *bust*, foi então um processo muito lento. Krugman (1998) trata a crise financeira coreana não como uma crise cambial mas como uma crise bancária doméstica.

(24) Esta incompletude foi implicitamente reconhecida pelo próprio Minsky em suas aplicações do modelo a episódios históricos específicos. A linha básica do modelo de Minsky (Quadro 1) sugere que os ciclos econômicos têm uma arquitetura uniforme. Entretanto, o próprio Minsky sugeriu que a dinâmica por ela sugerida não é válida para a economia americana pós-Depressão, isso devido à emergência do “governo grande”, que transformou a deflação da dívida depois das quebras dos mercados de ativos em pressão inflacionária. Com efeito, ele afirmou como princípio universal que os booms de investimento são auto-corrosivos; mas o que acontece na seqüência depende dos mecanismos institucionais vigentes.

(25) Estes não são os únicos aspectos importantes da dinâmica econômica. Os conflitos distributivos e no local de trabalho, as interações entre o setor reprodutivo e os setores produtivo e de serviços, e as relações intra-domésticas, entre outros, devem figurar numa representação mais completa.

Detemo-nos aqui sobre alguns dos fatores estruturais cronicamente associados à emergência e colapso das bolhas de ativos. O aspecto estrutural central das bolhas de ativos é que elas são fenômenos inerentemente espaciais. Tal como aqui definidas as bolhas de ativos surgem em determinados locais, e em outros não. O que torna alguns locais suscetíveis a bolhas que não ocorrem alhures? Focalizamos agora nossa atenção sobre um fator, local-específico, negligenciado até aqui: as bolhas de ativos em geral surgem em economias de alto crescimento. Uma *economia de alto crescimento* pode ser definida como aquela que cresce mais rápido do que as economias nas regiões ou países adjacentes, durante um período sustentado. Economias de alto crescimento, portanto, têm fronteiras; e seus balanços de pagamentos podem gerar fragilidade econômica e/ou estimular a emergência de bolhas de ativos.

O Quadro 3 expõe as relações possíveis entre bolhas de ativos e economias de alto crescimento. A célula (1,2) mostra que os fatores enfatizados nos modelos abordados na seção 1 – bolhas de ativos em função de erros expectacionais, de problemas de incentivo/informação assimétrica, e de mercados bancários desregulados – podem surgir com crescimento regional equilibrado. O caso que interessa aqui é o de crescimento regional desigual.

Quadro 3  
Possíveis determinantes de economias de alto crescimento e bolhas de ativos

		É provável que se forme uma bolha de ativo?	
		Não	Sim
Há uma economia local de alto crescimento?	Não; Crescimento equilibrado	Nenhuma transferência de riqueza ou trabalho	Esquemas Ponzi sem supervisão de mercado adequada; sistema bancário sem regulação
	Sim; crescimento regional desigual	Taxas de dispersão e inovação tecnológicas desiguais, pouca transferência de riqueza ou trabalho	Grande e sustentado influxo de riqueza e trabalho: economia de “boom”

Quais os determinantes do crescimento regional desigual? O Quadro 3 identifica dois. Uma capacidade produtiva superior poderia lançar uma determinada economia num crescimento sustentado mais rápido do que o de seus vizinhos. Uma área com trabalho altamente qualificado e grande volume de capital moderno pode gerar mais produto e renda do que aquela com trabalho não-qualificado e pouco capital, tudo o mais igual. Esta capacidade produtiva superior pode surgir em função de vantagens históricas, da aplicação sistemática de determinadas políticas industriais e educacionais, ou em função de um revolução industrial schumpeteriana (como as revoluções da máquina movida a combustível ou do computador). Um caso especial é o rápido crescimento da renda devido à excelência nas exportações, a situação crônica da economia japonesa.

O crescimento econômico relativo alto pode também ser deflagrado por influxos sustentados de fatores de produção, inclusive injeções de riqueza – independentemente de qualquer vantagem de produtividade. Um exemplo comum deste tipo de crescimento é a migração rural, virtualmente global das quatro últimas décadas, que estimulou a taxa de crescimento das cidades por meio da transferência de trabalho e riqueza novos. A imigração e a migração dentro de nações também conduzem a este tipo de crescimento. O status da Califórnia como uma economia de alto crescimento origina-se, por exemplo, não apenas de sua produtividade industrial, como também de sua contínua absorção de imigrantes do exterior e das demais regiões americanas. Definimos *economia de boom* como a economia de alto crescimento na qual esse alto crescimento é imputável parcial ou integralmente aos significativos e sustentados influxos de trabalho e riqueza.

As economias de boom, na definição adotada, são facilmente encontráveis, porque as fronteiras são definidas aqui de forma muito ampla. As fronteiras não se referem somente à imposição de barreiras que bloqueiam a livre entrada de cidadãos em outra nação, nem tampouco à divisão ambígua entre urbano e rural. Toda área espacial delimitada e contígua pode ser tratada analiticamente como uma economia com fronteiras. O termo é plástico: um país é uma economia com fronteiras, assim como uma cidade dentro de um país; um bairro dentro de uma cidade; uma rua dentro de um bairro; e até mesmo uma casa em uma rua. Toda economia com fronteiras pode ser entendida como dotada de um balanço de transações correntes, que pode ser instável em função da migração transfronteiriça de fatores de produção e de riqueza. E mesmo quando a riqueza e o trabalho não fluem através da fronteira de uma economia (como as fronteiras nacionais), esses fatores de fato fluem através de limites intra-nacionais. É bastante improvável que os recursos incrementais necessários para sustentar o crescimento econômico de uma determinada região possam ser todos encontrados dentro de suas fronteiras. Curiosamente, esta idéia originou-se da própria análise de Minsky acerca da alta taxa de crescimento da Califórnia em relação ao restante dos Estados Unidos.<sup>26</sup>

Este ponto sobre as fronteiras é óbvio; é menos óbvio que as fronteiras, que segmentam espacialmente o crescimento econômico, criam importantes complicações estruturais para economias nacionais e regionais. Nosso enfoque aqui concentra-se nas conseqüências de fluxos desequilibrados entre fronteiras espaciais, a chave para uma abordagem estrutural das bolhas de ativos. Desenvolvemos este argumento em estágios. Primeiro, devemos reconhecer as possíveis configurações que poderiam produzir uma economia de boom. Para começar, há somente algumas possibilidades lógicas para os balanços de pagamentos internacionais, as quais são esquematizadas no Quadro 4.

---

(26) Minsky assinalou que “um dos truismos da economia é que o balanço de transações correntes se equilibra” (1965). Sobre esta abordagem do crescimento regional, ver também Thirlwall (1980).

Quadro 4  
Balança comercial e de conta corrente: possibilidades

	Exportações < Importações	Exportações > Importações
Poupança externa > 0; Região absorvedora de riqueza	Necessidades líquidas de divisas para compra de importados; o financiamento provém do investimento estrangeiro na compra de ativos na região	ND
Acumulação de reservas cambiais	Perda líquida de reservas	Ganho líquido de reservas
Poupança externa < 0; Região compradora de ativos	ND	Ganhos líquidos em divisas, usado para comprar ativos externos

Na teoria neoclássica do comércio e das finanças, as relações transfronteiriças são muito simples – ou uma nação tem um superávit comercial, e escolhe entre formar reservas cambiais ou comprar ativos externos; ou tem um déficit comercial e deve permitir aos estrangeiros que adquiram seus ativos. O país em questão ajusta-se passivamente a esses equilíbrios de fluxo. Se os movimentos de ativos e bens não são obstruídos, as regiões com alta propensão ao consumo venderão seus ativos para sustentar seus hábitos de despesa; e vice-versa. Os países nesta narrativa simples são simplesmente figuras intercambiáveis de um problema global de equilíbrio do porta-fólio consumo/poupança. Os ativos estão à disposição e os preços corretos para eles podem ser encontrados contanto que as taxas de câmbio e os preços dos ativos domésticos possam ajustar-se livremente.

Mas esta visão exclui as partes desalinhadas que tornam a história interessante. Em primeiro lugar, como Minsky sempre enfatizou, a acumulação de ativos requer crescimento dos passivos. Em segundo, ativos e passivos devem equilibrar-se nos balanços de fluxo e estoque das nações, bem como daquelas regiões dentro delas. Além disso, o valor nominal do ativo de capital emitido em determinada região ou nação pode não corresponder precisamente – na realidade é improvável que o faça – ao custo de produção desses ativos. Isto nos leva ao ponto central. Não há razão para esperar que os ativos nominais e reais correspondam, por qualquer período de tempo: por isso as bolhas de ativos e/ou os colapsos de ativos são virtualmente onipresentes em economias com fronteiras. As bolhas, desta forma, afetam continuamente os resultados econômicos; qual a intensidade de seu efeito é uma questão de grau e percepção.

Esta abordagem alternativa das bolhas começa com a idéia de que os fluxos de riqueza transfronteiriças não são fluxos reais, mas sim nominais – direitos a riqueza abstrata, à caça de ativos reais. “Riqueza” é um conceito inerentemente abstrato, descolado dos ativos particulares aos quais está incorporada em qualquer

ponto no tempo. A mobilidade de capital envolve movimento no padrão de propriedade geográfica dos direitos a riqueza, não uma mudança no lócus espacial do próprio capital real. Isto se verifica quando o movimento de capital em questão consiste num deslocamento de reservas em função de migração da família, num investimento estrangeiro direto, num investimento de porta-fólio. As poucas exceções, como a desmontagem e envio para a China da fábrica de aço Kaiser, até então localizada em Fontana, Califórnia, comprovam a regra.

O próximo ponto é apresentado no Quadro 5: os fluxos intra-nacionais não são de natureza diferente dos fluxos internacionais. A dimensão vertical do Quadro 5 mostra que a riqueza pode mover-se da “hinterlândia” ou de uma região *rustbelt* para uma região de boom dentro de um país. Isto é equivalente, como Minsky (1965) salientou, a um movimento de fundos entre fronteiras nacionais sob um estrito padrão-ouro. Cada região é, obviamente, parte de uma nação que tem ela própria uma conta de capitais. Se as exportações e importações se equilibram, nenhuma riqueza se move; e se as exportações são maiores que as importações, aumentarão as reservas estrangeiras ou haverá compra de ativos externos. A condição para a economia de boom é satisfeita entre fronteiras nacionais quando um país tem déficit comercial e influxos de poupança externa.

Quadro 5  
Fluxos transfronteiriços de riqueza e economia de boom

		Condição de fronteira internacional		
		Exportações < Importações, Poupança externa > 0	Equilíbrio comercial	Exportações > Importações, Poupança externa < 0
Condição de fronteira intra-nacional	Influxos de riqueza de região em crescimento mais lento para região de boom	Influxos de riqueza doméstica, aquisições estrangeiras de ativos domésticos  (Califórnia)	Influxos de riqueza doméstica  (Coréia)	Aquisição doméstica de ativos externos, influxos de riqueza doméstica  (Tóquio)
	Fluxos inter-regionais de riqueza iguais a zero	Aquisição empresa estrangeira de ativos domésticos	Nenhum influxo de riqueza	Aquisição doméstica de ativos externos  (outras áreas urbanas no Japão)

No caso extremo representado pela Califórnia nos anos 80, a riqueza adentra a economia de boom tanto através das fronteiras intra-nacionais como das internacionais. No outro extremo, encontra-se uma região que sistematicamente perde riqueza para regiões de crescimento mais veloz, dentro de um país que

utiliza as receitas de um superávit de exportações para comprar ativos externos – as áreas rurais do Japão oferecem um exemplo.<sup>27</sup> Se uma economia tiver equilíbrio externo, então deslocamentos da riqueza intra-nacional criarão economias de boom e de hinterlândia dentro do país. Os casos ambíguos são: um superávit comercial combinado com influxo de fundos intra-nacionais – Tóquio é o exemplo óbvio; e um déficit comercial com uma saída de fundos regionais – exemplo disto é o *rustbelt* do meio-oeste americano nos anos 80.

Essas tendências dos fluxos podem ser amplificadas ou mesmo revertidas pelas transferências governamentais. Por exemplo, a bem conhecida política parlamentar japonesa de subsidiar fortemente as regiões rurais tem o efeito, no Quadro 5, de mitigar os efeitos de redução da riqueza da emigração e da aquisição de ativos estrangeiros. Além disso, influxos líquidos de riqueza, por si sós, não são suficientes para gerar uma bolha de ativos. Ao contrário, o efeito de deslocamentos de riqueza deste tipo depende de se a riqueza adicional está dando suporte à construção ou à importação de novos ativos de capital (ou mesmo bens de consumo), ou se, ao em vez disso, está pressionando a demanda por ativos já existentes.

O que acontece quando novos influxos de riqueza entram em uma economia de boom depende do quão bem posicionada essa economia está para criar ativos reais. No Quadro 6, esta capacidade de criação de ativos reais é atribuída a dois elementos; outros são ignorados por questão de concisão. Um elemento diz respeito a como é gasto o capital externo: toma ele a forma de investimento externo direto ou de investimento de porta-fólio? No primeiro caso, ativos domésticos são adquiridos ou construídos pelos proprietários externos; no segundo caso, os proprietários externos buscam meros direitos de propriedade. Um segundo elemento deste problema diz respeito ao caráter da estrutura bancária local. Num extremo, está um sistema com estrutura bancária forte – isto é, bancos robustos, relações prestador-tomador bem estabelecidas, grandes reservas ou ganhos retidos para servir como fundos para expansão e novas iniciativas. No outro extremo, encontra-se uma estrutura bancária fraca, com bancos subcapitalizados, vínculos prestador-tomador fracos, e fontes de fundos inadequadas.

---

(27) Uma nação com superávit comercial poderia permitir que as reservas em moeda estrangeira não-esterilizadas servissem de base para uma expansão do crédito bancário. Se a expansão de crédito resultante leva a uma bolha de preço de ativo ou não depende de se o crédito adicional financia novos ativos de capital ou se, ao invés disso, aumenta a demanda pelos ativos já existentes. No último caso, temos uma possibilidade excluída da Quadro 3 – um boom de ativos em uma economia com superávit comercial. Uma economia com superávit comercial que deixa seus preços de ativo de capital serem elevados por meio de uma espiral especulativa não permanecerá muito tempo em superávit. Mas estamos nos adiantando na história.

Quadro 6

Capacidade de criação de ativos reais

Empréstimos intra-nacionais e capacidade de emissão de capital:	Contribuição do capital externo para a acumulação doméstica de ativos		
	Investimento externo direto (construção de ativos domésticos pelo capital externo)	Investimento de portfólio (compra de ativos domésticos pelo capital externo)	Nenhum influxo de capital externo
Fortes: bancos robustos, vínculos prestador/ tomador e fontes de capital	Crescimento dos ativos de propriedade doméstica e empresa estrangeira	Crescimento dos ativos de propriedade doméstica e algum crescimento dos de propriedade estrangeira	Crescimento somente dos ativos de propriedade doméstica
Fracos: bancos subcapitalizados, vínculos prestador / tomador fracos e poucas fontes de capital	Crescimento dos ativos de propriedade estrangeira	Compras externas somente de ativos existentes	Nenhum crescimento dos ativos

Os Quadros 5 e 6 claramente abstraem numerosos aspectos dos fluxos e das relações econômicas. Iluminam, no entanto, esta questão: quanta riqueza financeira líquida está entrando numa determinada região e qual parte dessa riqueza é convertida em ativos de capital real? O Quadro 6 sugere que isso depende de se os investidores estrangeiros buscam ativos reais ou apenas direitos nominais; e também de quão robusta é a estrutura bancária doméstica. Claramente, a resposta também depende de se o fluxo interno de riqueza da economia de boom é acompanhado por um fluxo interno de trabalho e migração.

A relação entre movimentos de pessoas e movimento de riqueza mereceria uma longa discussão; aqui detemo-nos apenas em dois pontos. Primeiro, uma economia de boom como a Califórnia cresce aparentemente sem esforço a maior parte do tempo porque se beneficia de um fluxo contínuo de migrantes, que trazem com eles sua força de trabalho e suas riquezas. Assim, a capacidade produtiva do estado aumenta juntamente com o ingresso de mais riqueza nominal. Segundo, observemos que uma economia de boom ou absorvedora de capital, que goze de influxo migratório e por isso de absorção de trabalho, é mais propensa a um crescimento sustentado do que uma economia de boom com população estacionária. Ambos os fatores de produção se expandem no primeiro caso, mas somente o capital – ou, de fato, direitos sobre capital – no último caso. Mesmo se uma região sem influxo migratório de trabalho tiver uma robusta capacidade de criação de ativos de capital, ela deve continuamente mudar para uma relação capital/trabalho mais alta para evitar bolhas de ativos ou recursos ociosos. Este é, obviamente, o caso do Japão nos anos 60, quando muda suas manufaturas têxteis

para a Coreia; é o caso do Japão nos anos 70, quando automatiza suas fábricas; é o caso do Japão nos anos 80, quando cria demasiada capacidade produtiva e imóveis comerciais, e sofre o colapso de uma bolha.

Podemos então dizer que uma economia de boom gerará uma bolha de ativos quando a escala de influxos de riqueza em uma economia ultrapassa a capacidade de criação de ativos de capital dessa economia. E se o influxo de riqueza desta economia ocorre num ritmo muito mais veloz do que seu influxo populacional, uma bolha de ativos torna-se provável, quase inevitável: a economia corre em direção a novos investimentos que aumentem as razões capital/trabalho, até que altos encargos da dívida e escassez de trabalho derrubem o sistema. Uma *economia de bolha* é então uma economia de boom com uma bolha de ativo: é um boom que se tornou especulativo e corre o risco de quebrar.

Espacializando a fragilidade financeira minskyana. Em seu trabalho maduro sobre instabilidade financeira, Minsky argumenta que os ativos podem freqüentemente estar supervalorizados nos últimos estágios de um período sustentado de expansão cíclica. Afirma ainda que, quanto mais poderoso o boom, maior o potencial para uma bolha de ativos; e, quanto mais veloz o crescimento de uma bolha, mais certos estão os participantes de que o céu não irá cair, e, com isso, maior a probabilidade de uma quebra. Assim, o sucesso alimenta o sucesso, o que alimenta a fragilidade e finalmente a reversão das condições que geraram o crescimento inicial. Além disso, no âmago desta hipótese da fragilidade financeira está a irreversibilidade. Quando os participantes de uma economia com ativos supervalorizados um dia acordam e percebem seu equívoco coletivo, não têm como caminhar para solo mais firme. A razão é que carregam posições de ativos adquiridas no passado, que os amarram aos compromissos no período presente. Precisam honrar compromissos, em tempo real, relativos àquelas posições – e a viabilidade dessas unidades depende de que honrem esses compromissos a tempo. A reversão é impulsionada tanto pelo lado do ativo como do passivo.

Nossas idéias somam-se às do Minsky da maturidade de duas formas. Primeiro, sugerem uma nova fonte de bolha de ativos financeiramente frágeis, independentemente da concepção cíclica de Minsky. A combinação entre incerteza e uma abordagem estrutural para economias com fronteiras, a constatação de que na maior parte das economias há entradas ou saídas de riqueza e/ou de trabalho, e ainda o reconhecimento de que a capacidade de criação de ativos varia enormemente, conduzem à conclusão de que as bolhas de ativos surgem por todos os lugares. Assim, as economias de boom são lugar-comum, e não eventos raros; as economias de boom têm forte propensão a transformarem-se em economias de bolha; têm forte propensão a serem, por consequência, financeiramente frágeis. O próprio Minsky reconheceu isto em seu trabalho de 1965 – como notado, um trabalho anterior a sua proposta formal da hipótese da instabilidade financeira. Ele escreveu, a respeito da Califórnia:

“O crescimento da Califórnia... requer que o capital seja importado. A taxa de crescimento dessa região, notavelmente superior àquela do resto do país, comprometeu, e continuará comprometendo, o superávit comercial de que a Califórnia desfrutaria se os dois crescessem à mesma taxa. As reservas dos bancos do estado tenderiam a ser dissipadas a menos que fosse suplementada por reservas adquiridas por meio da importação de capital. Para isso, a Califórnia deve gerar passivos de tipos aceitos no resto do país; ou, por outra, os migrantes devem carregar consigo capital suficiente para manter as reservas dos bancos da região” (Minsky, 1965: 99).

Devido à incerteza, a noção de um estado de expectativas excessivamente alto ou baixo não pode ser bem definida, pois não há um conjunto estável de fundamentos que sirva de ponto de referência. E mesmo que se fosse apontar para um conjunto de características firmes como fundamentais, argumentamos que os equilíbrios externos também importam. De fato, pode haver uma bolha de ativos em função de pressões transfronteiriças, mesmo na ausência de “erro” expectacional – isto é, um fenômeno de oferta e demanda puramente estrutural. Assim, desequilíbrios do tipo real/nominal acontecem o tempo todo; tornam-se quantitativamente importantes quando, num lugar particular, com oferta de trabalho inflexível, a riqueza, em busca de ativos, é suficiente para que as relações trabalho/capital e riqueza/ativo desse lugar sejam rompidas. Entra então em funcionamento o ponto de Minsky sobre o lado do passivo – as estruturas de passivos, que os gênios da alavancagem haviam explorado nos dias de alto crescimento, tornam-se fardos para firmas de crescimento agressivo, quando o crescimento baixo é alcançado.

Nossa segunda emenda ao quadro de instabilidade financeira de Minsky é que as restrições associados às fronteiras criam um novo conjunto de pressões sobre o processo cíclico de boom, mesmo tal como descrito por Minsky. À medida que a expansão continua, torna-se financeiramente mais frágil e mais suscetível à reversão devido a resultados financeiros perversos, e isso com tanto mais força quanto mais esse crescimento for estimulado por condições de uma economia de boom, e quanto mais fraca for a capacidade de criação de ativos na economia.

A fragilidade peculiar da economia de bolha é ilustrada nos Quadros 7 e 8. O Quadro 7 demonstra as condições básicas sob as quais uma economia de bolha surge; como tal, resume nossa estrutura minskyana espacializada. O quadro mostra que, embora as bolhas de ativos sejam possíveis em economias com superávit comercial, devido ao crédito doméstico superexpandido, elas podem também surgir em economias de boom (ou regiões de boom dentro de economias com superávit comercial). Um “boom sem bolha” pode existir desde que a capacidade de criação de ativos da região seja adequada e o crescimento da dívida seja controlado.

Quadro 7  
Bolha, boom e relações transfronteiriças

	Bolha de ativos: Preços financeiros dos ativos excedem os preços dos ativos reais	Nenhuma bolha de ativo: Preços financeiros e preços reais alinhados
Exportações excedem importações, poupança externa < 0: região compradora de ativo	Superávit externo Escassez de oportunidades de compra de ativos reais, superexpansão do crédito bancário	Superávit externo, fluxo líquido adequado de ativos reais
Economia (ou região) de boom: importações superam exportações, poupança externa > 0: região absorvedora de capital	“Economia de bolha”: Capacidade inadequada de criação de ativos, uso disseminado de dívida para financiar posições alavancadas em ativos	Boom sem bolha: Capacidade adequada de criação de ativos, crescimento controlado da dívida; controle sobre o uso dos influxos de riqueza

Quadro 8  
Fontes de fragilidade financeira e fluxos transfronteiriços

Fragilidade financeira devida à exposição externa	Fragilidade financeira devido a de posições financeiras internas	
	Forte uso da emissão de ações para sustentar aquisição de ativos e o investimento	Alto endividamento para sustentar aquisição de ativos e o investimento
Pouca ou nenhuma propriedade de ativos por parte de não-residentes	Fragilidade financeira (Minsky, 1975): ameaça de colapso do mercado de ações	Fragilidade financeira cíclica (Minsky, 1975): ameaça de deflação de dívidas, falências após a deflagração
Propriedade substancial por parte de não-residentes	Pressão dos investidores estrangeiros por medidas que mantenham altos os preços das ações, independentemente do efeito sobre os trabalhadores e a capacidade produtiva	Pressão dos investidores estrangeiros juntamente com fragilidade financeira cíclica minskyana: a ameaça de fuga externa induz a ajustamentos comprometedores
Debandada dos não-residentes: liquidação de ativos e moeda nacional em busca de porto seguro	Colapso do mercado acionário devido à fuga dos investidores estrangeiros	Inadimplência e falência devidas aos efeitos diretos e aos efeitos cíclicos induzidos pela fuga externa

O Quadro 8 demonstra que o arcabouço minskyano espacializado tem duas dimensões de fragilidade financeira, não apenas uma. A dimensão horizontal tem sido enfatizada por Minsky em seus principais escritos. Por um lado, a fragilidade pode surgir devido a mercados de títulos superaquecidos, que se tornam vulneráveis a um colapso repentino. Esta é a condição que prevalecia em 1987, à época da quebra da bolsa de ações de Wall Street, e em outros momentos diferentes, em que Minsky nos lembrou que “o céu não caiu”. A outra fonte (horizontal) de fragilidade observada por Minsky é o superendividamento, por ele inserido no âmbito da expansão cíclica. Aqui, a superexpansão da dívida

finalmente derruba a mais robusta expansão. A abordagem espacial, baseada em fronteiras, desenvolvida neste artigo apresenta-se ao longo do eixo vertical do Quadro 8. A visão a-espacial de Minsky ressurgiu se ignorarmos os fluxos transfronteiriços, como na linha 1 do Quadro 8.

Entretanto, quando uma economia de boom recebe influxos substanciais de riqueza estrangeira, há uma fonte adicional de fragilidade doméstica, reconhecida nas linhas 2 e 3 deste quadro: os proprietários estrangeiros podem demandar medidas especiais para proteger tanto o valor de suas participações acionárias como a segurança de suas aplicações em bônus. Quando todos os direitos financeiros em uma economia são mantidos na mesma base *arm's-length*, isto pode não aumentar em nada a fragilidade devida somente às pressões sobre o patrimônio. Porém, e se as práticas quanto à posse de ativos e às relações credores-devedores têm sido tratadas domesticamente de forma diferente da norma de Wall Street? Então, a presença de proprietários estrangeiros pode reduzir a margem de manobra e de administração das dificuldades. Pois a ameaça derradeira desses proprietários estrangeiros é a de fuga. E esta fuga, se grande o bastante, pode provocar uma crise minskyana de colapso de mercado de ações e/ou deflação de dívidas, independentemente do que façam os proprietários domésticos de ativos. Quando acontece esta debandada por parte dos investidores estrangeiros, o efeito é dobrado, porque há também a desestabilização dos valores da moeda.

### 3. Estrutura bancária e desenvolvimento espacial<sup>28</sup>

A implicação direta desta perspectiva é que o desempenho da estrutura bancária na canalização de fluxos de poupanças ou de ganhos líquidos para posições em ativos é a chave para que uma economia de boom tornar-se ou não uma economia de bolha e, portanto, uma economia quebrada. Até esse ponto, utilizamos o termo genérico (e deselegante) de capacidade de criação de ativos. Esta capacidade pode residir numa série de estruturas institucionais, dependendo de como o vínculo investimento/poupança esteja organizado em determinada sociedade. Em uma sociedade baseada no mercado, esta capacidade reside na estrutura financeira e bancária da economia.

Se o crescimento real dos ativos acompanha ou não os influxos de riqueza e/ou a taxa de crescimento de crédito depende da eficiência desta estrutura bancária em alocar crédito e possibilitar o crescimento dos ativos. Na literatura sobre aprofundamento financeiro, este papel estrutural dos bancos é uma preocupação secundária; esta função será adequadamente desempenhada desde

---

(28) Nota do revisor: uma consulta ao autor esclareceu que, por “desenvolvimento”, nas próximas páginas, deve-se entender o processo de assentamento/urbanização tomado como um todo.

que os fluxos de crédito ocorram a taxas de juros determinadas pelo mercado. Mas esta caracterização é falha, e tropeça em si mesma. Como pode ser eficiente uma alocação baseada no mercado quando a matriz de mercado em que as alocações marginais de ativos serão implantadas está em processo de construção? Este processo de criação de riqueza e de ativos é, obviamente, a própria alma da economia de boom. Mas o processo de criação de ativos impõe dificuldades especiais, por razões já discutidas – incerteza e irreversibilidade – e por uma razão ainda não mencionada, os problemas de coordenação estratégica. As estruturas bancária e financeira não necessariamente administrarão bem essas dificuldades. Quando não o fazem, em economias de boom, é certo que ocorrerão grandes bolhas de ativos.

Para ver que dificuldades existem na acumulação de ativos, especialmente em economias de boom, e como as estruturas bancárias são cruciais para administrá-las, consideremos o crescimento urbano em geral. Uma vez que o crescimento da economia de boom invariavelmente envolve crescimento urbano, o exercício permite algum *insight* acerca do crescimento da economia de boom.

O crescimento urbano pode ser entendido como um triplo processo de acumulação, abrangendo ativos geográficos, ativos portáteis e população. Os ativos geográficos são bens físicos com longa vida útil, como estruturas residenciais e construções não-residenciais, que só podem ser deslocadas a um custo proibitivo. Os ativos portáteis são bens físicos móveis de vida longa, como bens duráveis de consumo e equipamentos produtivos. Toda acumulação de ativos, como Minsky freqüentemente assinalava, deve ser financiada: *internamente*, usando ganhos retidos ou poupanças pessoais, ou *externamente*, com fundos emprestados ou capital novo. Os ativos geográficos tipicamente requerem financiamento externo: o próprio volume de despesas necessárias para conformar ou reformar o espaço urbano excede a capacidade de proprietários e firmas, mesmo os bem-estabelecidos.

Além dos problemas de escala, o desenvolvimento urbano representa um desafio especial. O investimento em ativos geográficos é irreversível e de vida longa; assim, empreendê-lo limita a flexibilidade de emprestadores e tomadores, expondo-os à incerteza. Além disso, o retorno dos ativos geográficos depende da presença ou ausência de outros ativos geográficos próximos – isto é, de efeitos de *spillover* ou externalidades de área (ver Henderson, 1985, cap. 5 e Dymski, 1995). Na verdade, a falha de mercado é traço normal do investimento em ativos geográficos. Como resultado, o crescimento urbano descoordenado conduzido pelo mercado só acidentalmente gerará resultados eficientes, a menos que os investidores possam encontrar formas de capturar externalidades positivas e evitar as negativas. Os fluxos de investimento e os retornos esperados do crescimento urbano dependem então de interações estratégicas entre emprestadores e tomadores nos mercados financeiros para novos ativos geográficos.

Os processos de investimento urbano dividem-se em dois tipos distintos, que Dymski & Veitch (1996) chamamos de crescimento intensivo e extensivo. O crescimento extensivo envolve a criação de espaço urbano novo; estende a fronteira do espaço urbano sobre áreas anteriormente rurais, agrícolas ou desocupadas. O crescimento intensivo ocorre dentro da região urbana; envolve revitalização ou reconstrução de ativos geográficos, dentro das margens do espaço urbano existente. Os problemas de externalidades positivas ou negativas devido à acumulação de ativos geográficos são tipicamente tratados de forma distinta para estes dois tipos de desenvolvimento urbano.

Solucionar os problemas potenciais associados ao investimento irreversível e à falha de mercado no desenvolvimento extensivo envolve coordenação em grande escala, como no caso dos subúrbios e dos *exurbs*. Estes grandes investimentos são normalmente iniciados por grandes incorporadores e financiados diretamente por grandes emprestadores como bancos, às vezes com a cooperação dos mercados de títulos. A criação de um novo espaço padronizado elimina a incerteza sobre os fatores espaciais que poderiam afetar o valor de forma adversa. O objetivo da incorporação extensiva coordenada é fazer de um investimento inerentemente arriscado uma *commodity* negociável, com um mínimo de risco. A incorporação extensiva, pelo menos desde a “invenção” do subúrbio, não resultou de pequenos incorporadores e tomadores de empréstimos, exceto em esforços casuais suplementares às “linhas de poder” centrais (Davis, 1990) da construção urbana. A suburbanização de Los Angeles, seguida pela dos Estados Unidos e agora por boa parte do resto do mundo industrializado, testemunha o sucesso desta estratégia em gerar e capturar externalidades positivas. A própria escala da incorporação extensiva demanda planejamento, desenvolvimento e financiamento centralizados para mitigar os problemas associados aos efeitos espaciais de *spillover*.

Em contraste, o caráter da incorporação intensiva depende de sua escala. Quando conduzida em grande escala, como a maior parte dos projetos de “renovação urbana”, envolve o mesmo tipo de pré-coordenação entre um pequeno número de grandes agentes, assim como a incorporação extensiva em grande escala. Porém, mais freqüentemente, a incorporação intensiva surge como uma estratégia de arbitragem de muitos projetos de pequena escala, coordenados somente pela especulação comum sobre as perspectivas futuras para o espaço urbano – isto é, enobrecimento, vizinhanças étnicas etc. A incorporação intensiva deste tipo envolve pequenas firmas, pequenos incorporadores e mesmo indivíduos sem acesso aos mercados centralizados de crédito. Nos Estados Unidos, a incorporação intensiva de pequena escala depende do crédito formal intermediário, fornecido por bancos ou corretores de hipotecas. No Leste Asiático, normalmente famílias, intermediários públicos dedicados, mercados informais (ou todos eles) fornecem o financiamento necessário.

Entretanto, esses mercados de crédito intermediados e descentralizados podem falhar na canalização eficiente de fundos dentro do espaço urbano, por diversas razões. A informação pública acerca dos pequenos tomadores de empréstimos é escassa e a informação privada a seu respeito é custosa ou impossível de se obter. A informação é então distribuída assimetricamente: os tomadores potenciais (incorporadores) começam com informações específicas à firma ou ao projeto, enquanto os emprestadores potenciais, mesmo quando têm experiência significativa nas linhas particulares de negócios, carecem de informação a respeito dos tomadores individuais. Os emprestadores reduzem parte de seus riscos checando os históricos dos tomadores, exigindo garantias e assim por diante; mas eles também racionam crédito para compensar custos e riscos extras em que incorrem nessas relações de crédito customizadas.

Os ativos geográficos magnificam os problemas de rentabilidade dos empréstimos para os pequenos tomadores por causa da interdependência do valor do ativo novo com os ativos existentes em seu redor. O investimento prévio numa área pode gerar vantagens para os novos investidores que simplesmente escolhem se localizar por perto. De maneira semelhante, um novo investimento, realizado na expectativa de outro investimento que acaba por não ocorrer, sofrerá quedas no valor. Para um emprestador, o valor de um ativo depende não apenas do ativo, ou das características do tomador, mas também do caráter da área em que o projeto está localizado. Assim sendo, para emprestar com sucesso para ativos geográficos, um emprestador deve não apenas comprometer recursos com coleta e monitoramento de informação, mas também coordenar seus empréstimos com os de outros concorrentes na área, para capturar externalidades positivas e evitar as negativas. Infelizmente, isso envolve ação coletiva, uma solução difícil de orquestrar e sustentar. As oportunidades de exploração na presença de racionamento de crédito por vezes severo são abundantes. Alguns emprestadores podem entrar em áreas que seriam negligenciadas, compensando perdas de *spillover* pela cobrança de preços de monopólio por seus serviços e financiamentos. Outros emprestadores podem procurar retornos de curto prazo em mercados personalizados, na intenção de deixar o mercado antes que os efeitos da fragilidade de longo prazo venham a ser sentidos.

Assim, a estrutura financeira dá forma à estrutura geográfica do crescimento urbano. Se a acumulação de ativos urbanos é ou não robusta, e se acompanha ou não o ritmo dos influxos de riqueza (ou outras variáveis correlatas), depende em parte do quão bem coordenada é a infraestrutura financeira; isto depende também de se as firmas financeiras têm outras opções além da acumulação de ativos reais para aplicar seus fundos emprestáveis. A onipresença de *spillovers* sugere que o crescimento urbano será, na melhor das hipóteses, espacialmente desigual, com áreas em crescimento e em estagnação coexistindo na mesma cidade, como também ao longo do tempo.

#### 4. Boom e bust bancário e imobiliário no sudeste da Califórnia

As próximas três seções aplicarão as idéias estabelecidas acima a três economias contemporâneas que experimentaram bolhas de ativos no passado recente: Sudeste da Califórnia (Seção 4), Japão (Seção 5) e Coréia (Seção 6). O argumento acima desenvolvido sugere que as bolhas de ativos são um fenômeno estrutural que surge no bojo de processos de desenvolvimento desequilibrados; esses processos são, por sua vez, espacialmente diferenciados e repletos de *spillovers*. Fazemos um esforço nestas seções para identificar as bolhas que essas três economias experimentaram e como elas surgiram. A mesma lógica que sugere que as bolhas de ativos são diferentes e estruturalmente diferenciadas leva de imediato à idéia de que a maneira pela qual são solucionadas é igualmente diversa e histórica e institucionalmente contingente.

A Califórnia experimentou uma bolha nos preços dos imóveis que rebentou em 1990/91, coincidindo aproximadamente com as bolhas imobiliárias da Coréia e do Japão. O Gráfico 4 fornece a evidência da magnitude desta bolha, por meio da tendência dos preços de venda de casas entre 1982 e 1996. Segundo este gráfico, os preços nominais na Califórnia subiram cerca de 80% entre 1982 e 1989, estabilizaram-se por dois anos, e daí declinaram gradualmente. Este mesmo padrão ocorreu, mas de forma mais acentuada, em Los Angeles e Orange County; a área Riverside-San Bernardino sofreu menos apreciação e depreciação. Na área de San Francisco, os preços não chegaram ao pico para então caírem; tendo atingido o pico em 1989, mantiveram-se basicamente constantes em termos nominais.<sup>29</sup> Outro indicador do colapso imobiliário na Califórnia é a queda nos alvarás de construção. O Gráfico 5 mostra que os novos alvarás de construção para unidades residenciais despencaram depois de 1989; depois de atingir um topo de mais de 300.000 unidades construídas em 1986, menos de 100.000 unidades foram construídas em todo o estado desde 1992. O Gráfico 6 ilustra um declínio inferior após 1989 nos alvarás de construção não-residencial. Os dois gráficos sugerem uma retomada em 1996 – quatro anos após o início da expansão macroeconômica americana. Mostram também que o sudeste da Califórnia – Los Angeles e San Diego<sup>30</sup> – experimentaram uma reversão pior do que o restante da Califórnia, tanto na construção residencial como na não-residencial.

---

(29) As tendências mostradas devem ser vistas com cuidado, pois a “qualidade” das casas não se mantém constante; em geral, a “qualidade” das casas recém-construídas subiu em 1991 e 1992, e daí caiu à medida que os incorporadores ajustaram-se às tendências de mercado e aos efeitos-riqueza.

(30) Os dados para Los Angeles incluem os condados de Los Angeles, Orange e Riverside e parte de San Bernardino. Para San Francisco, incorporam as áreas de Marin County, East Bay e San Jose.

Gráfico 4  
Preço médio de venda de casas na Califórnia, 1982/96

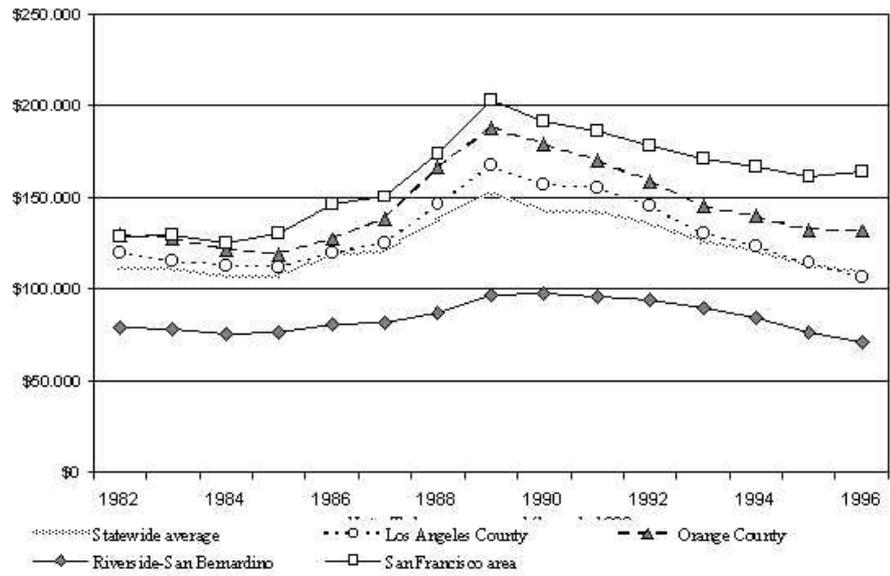
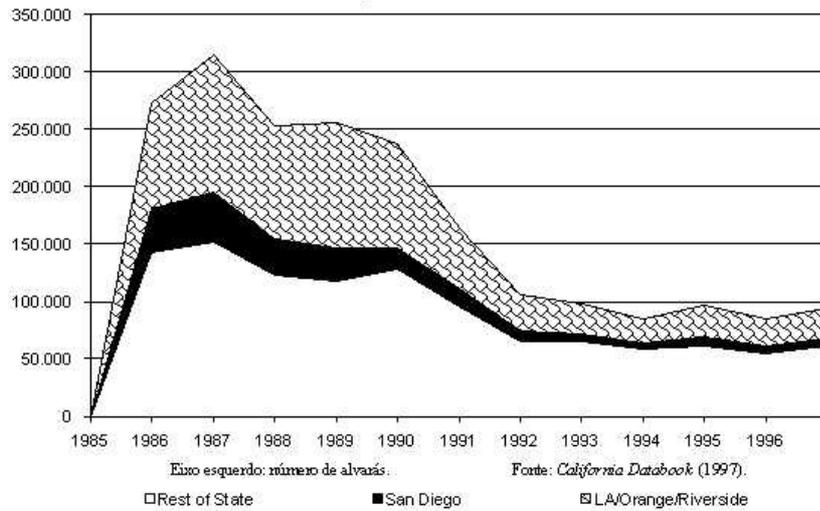


Gráfico 5  
Alvarás de construção residencial, Califórnia, 1985/96

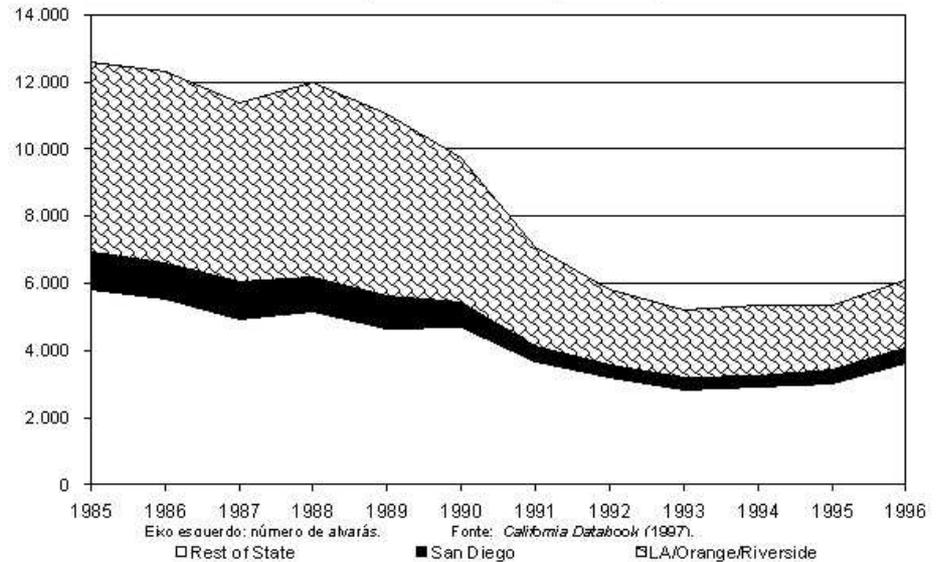


Em Dymski & Veitch (1996), esboça-se um modelo do recente crescimento do Sudeste da Califórnia nos anos 80. Um período inicial, de alto crescimento e incorporação extensiva sem bolhas de preços dos imóveis, deu lugar, em meados dos anos 80, a um crescimento com bolha de ativos nos imóveis comerciais e residenciais. Esta bolha se alastrou porque o excesso de demanda persistiu e porque famílias e empresas usavam ganhos de capital sobre os ativos existentes para adquirir ativos novos, alimentando ainda mais o excesso de demanda. O desenvolvimento “sólido” e o “especulativo” se misturavam; quando a bolha estourou, desequilíbrios patrimoniais disseminaram-se entre famílias e empresas.

É tentador interpretar a bolha imobiliária dos anos 80 na Califórnia como um simples caso de expectativas irracionais ou parâmetros instáveis. Isso pode ter ocorrido; porém, foi ela também o produto da crônica economia de boom dessa região. Muito tempo atrás, o historiador Carey McWilliams (1949, 1973) sugeria que a emergência do sudeste da Califórnia tomara a forma de uma série de booms e *busts*. De fato, as características definidoras do boom dos anos 80 – influxo de capital e trabalho, escaladas nos preços dos imóveis nos locais preferidos, em combinação com rápida expansão nas periferias urbanas e, finalmente, a quebra dos mercados imobiliários e de trabalho – aconteceram nos anos 40, nos anos 20, nos anos 1900 e nos anos 1880. Mudam os nomes, mas a crônica economia de boom permanece a mesma.

Como primeiro assinalou McWilliams, a economia do boom era perversa mas inexorável. O preço baixo das casas atraía migrantes; a riqueza desses migrantes validava os adiantamentos especulativos dos incorporadores, enquanto seu trabalho mantinha a oferta de trabalho à frente da demanda, de forma que os salários permaneciam baixos – assegurando que a construção de casas novas continuasse barata, garantindo o fluxo de novos migrantes. Os próprios fluxos contínuos de capital e trabalho contribuem para a fragilidade econômica regional. Os mercados de ativos dentro da região bifurcam-se: novas construções no perímetro urbano mantêm baratos a habitação e outros ativos geográficos, atraindo o influxo de novos proprietários. Em contraste, as áreas “desejáveis” dentro da esfera urbana sofrem rápida inflação, como consequência de sua oferta relativamente fixa e do aumento da demanda que resulta dos influxos de capital. Os salários baixos e o aumento nos preços dos ativos no centro urbana, juntamente com a contínua migração interna, alimentam ainda mais o crescimento das áreas periféricas, onde os preços das casas e dos aluguéis são menores. Este implacável impulso para fora leva ao esvaziamento das comunidades no centro urbano, ao mesmo tempo em que incentiva a elevação de preços em áreas afastadas.

Gráfico 6  
Alvarás de construção não-residencial, Califórnia, 1985/96



Quais as dimensões financeiras deste contínuo fenômeno de boom? Veitch e eu sustentamos que o crescimento do Sudeste da Califórnia divide-se em duas fases históricas no período pós-guerra: do pós-guerra à desregulação financeira; da desregulação financeira até o presente. Em ambos os períodos, a notável e contínua suburbanização da Califórnia envolveu financiamento em larga escala. No período anterior, grandes incorporadores e banqueiros, em larga medida, orquestraram o prolongado processo de crescimento; embora eles nem sempre tenham controlado o processo, freqüentemente o fizeram. Assim, o aumento do preço dos ativos se manteve relativamente modesto; os influxos populacionais continuaram ao longo das linhas destacadas por McWilliams. O caráter desigual deste crescimento urbano era, no entanto, alimentado pelo caráter especial da estrutura bancária californiana. Observamos o problema geral de coordenação entre os emprestadores em qualquer cenário urbano. Diversos fatores – a proximidade entre incorporadores e banqueiros, o zoneamento racial excludente e os subsídios públicos aos fundos de depósitos – historicamente minimizaram problemas de coordenação entre os emprestadores nas comunidades brancas. Áreas brancas foram construídas e subseqüentemente servidas por robusta infraestrutura bancária. As áreas das minorias, em contraste, contaram com créditos relativamente pequenos e informais para financiar o desenvolvimento intensivo e descoordenado de comunidades dentro da metrópole ou em seus limites mais longínquos. Este desenvolvimento descoordenado tipicamente gerou poucos *spillovers* favoráveis; desta forma, as infra-estruturas financeiras e os fluxos de

crédito para essas áreas eram menos robustos que para qualquer outro local da cidade.

Ao longo de boa parte do desenvolvimento da Califórnia, o volume de empréstimos e ativos bancários foi dominado por pequeno número de megabancos, como o *Bank of America*, *Wells Fargo* e *Security Pacific National Bank*. Graças a leis relativas às filiais, duradouras e de âmbito estadual, bem como a alguns pioneiros bancários de visão, o alcance e o tamanho desses bancos conferiu-lhes significativo poder de influência sobre a forma de desenvolvimento da Califórnia. Nesse sentido, a estrutura bancária da Califórnia assemelhava-se à do Japão e da Coréia, onde o controle financeiro centralizado – embora direcionado pelo estado, e não pelo setor privado – historicamente existiu. Mas, depois de meados dos anos 70, este padrão mudou. Nos Estados Unidos como um todo, as condições macroeconômicas degeneraram, levando a freqüentes turbulências no sistema bancário fortemente regulado. Clientes sofisticados com grandes porta-fólios de ativos encontraram alternativas aos bancos. Os fundos mútuos de mercado monetário destruíram um aspecto central do regulado sistema bancário americano – o monopólio dos bancos sobre poupanças domésticas. O crescimento veloz dos mercados de *commercial paper* e de bônus corporativos, a partir de meados dos anos 70, solapou o papel primordial dos bancos nos mercados de crédito. Estes mercados não-regulados finalmente forçaram a desregulamentação sistêmica, a partir do início dos anos 80. Como resultado desses desdobramentos, o *Bank of America* e outros importantes bancos californianos entraram num período de dificuldade extrema.<sup>31</sup>

Exatamente no momento em que os bancos perdiam poder sobre o processo de desenvolvimento, o crescimento da Califórnia se acelerava. O Gráfico 7 demonstra que a taxa de crescimento do produto da região separou-se da taxa de crescimento dos Estados Unidos depois de meados dos anos 70; até 1991, o produto da Califórnia cresceu mais rapidamente do que em todo o resto dos Estados Unidos, durante os períodos expansionistas, e caiu menos durante os períodos de contração. Isto estava associado à contínua migração interna para a Califórnia. O Gráfico 8 mostra que, enquanto o crescimento da população americana como um todo encontra-se estável em torno de 1% ao ano, a população da Califórnia tipicamente cresceu mais; de 1978 a 1992, a taxa de crescimento populacional equiparou-se ou excedeu o patamar de 2% anuais. Parte deste crescimento – cerca de 1% anual – provém da taxa líquida de natalidade e mortalidade; o restante deve-se à migração interna líquida, que às vezes chegava a 2% anuais.

Com os bancos em crise, o ritmo frenético de construção associado a esse boom foi estimulado pelo crescimento explosivo dos crédito direto.

---

(31) O *Bank of America* emprestou agressivamente à América Latina no final dos anos 70, e assim quase faliu quando os empréstimos caíram em atraso e inadimplência depois de agosto de 1982. Ver Johnson (1991).

Anteriormente, o desenvolvimento extensivo era coordenado de forma centralizada, sendo seu ritmo governado tanto pelos proprietários de terras como pela capacidade de empréstimo dos grandes intermediários financeiros. A incorporação extensiva dos anos 80 foi dirigida pelo acesso, recém-descoberto, dos incorporadores aos mercados de crédito direto (bônus). A terra foi rapidamente adquirida, loteada e ocupada no perímetro exurbano, em comunidades como Moreno Valley e Lancaster. O acesso a mercados de crédito direto significou que a incorporação extensiva, tornou-se menos centralizada; significou também que os incorporadores descentralizados poderiam converter qualquer boom de construção em superconstrução disseminada.

Os mercados de trabalho da Califórnia também estavam em ebulição. A globalização das relações de produção, estimulada pelo dólar alto, levou à desindustrialização ao longo dos anos 80. As demissões foram especialmente fortes nos empregos estáveis da classe trabalhadora, que antes haviam sustentado as áreas de minorias. Nesse ínterim, os ganhos de emprego nas indústrias emergentes de alta tecnologia e multimídia ocorriam em áreas suburbanas historicamente segregadas, longe do centro urbano. O vácuo da *inner city*<sup>32</sup> foi preenchido progressivamente por novos imigrantes, especialmente por famílias de minorias e de renda baixa. As famílias mais abastadas ou estabeleciam-se em espaços privatizados dentro do centro urbano, como os condomínios fechados e as escolas privadas, ou mudavam-se para o exúrbio em busca do bom padrão de vida prometido pela incorporação extensiva em contínua expansão. Isto somente alimentava o boom nos preços dos imóveis em áreas sofisticadas, ao mesmo tempo em que contribuía para o esvaziamento dos serviços no centro urbano. O crescimento dos preços dos imóveis residenciais, além de outros fatores, mudaram o caráter dos fluxos de renda na Califórnia. Como mostra o Gráfico 9, a renda imobiliária cresceu em relação à renda de trabalho no final dos anos 70, mantendo esta margem até o presente.

Os grandes bancos da Califórnia começaram a reagir e a explorar os nichos dentro dessas tendências de desenvolvimento, uma vez que não mais os administravam ou dirigiam. Os bancos grandes em particular mudaram em direção aos clientes e comunidades abastadas. Por exemplo, Dymski & Veitch (1996a) mostram que grandes bancos como o *Wells Fargo* e o *Bank of America* dedicaram uma parcela alta e desproporcional de seus empréstimos a imóveis residenciais em mercado residencial na Califórnia. Depois de marcar passo até 1987, os empréstimos para imóveis residenciais dos bancos californianos cresceram a uma taxa média anual de 37,9%, de 1987 a 1990 (de 32 para 68 bilhões de dólares).

---

(32) Segundo o autor, *inner city* designa bairros densamente habitados, em que predominam “minorias” e famílias de baixa renda; nos Estados Unidos, tais bairros em geral localizam-se dentro da área urbana (Nota do revisor).

Nesta atmosfera estonteante, os preços da terra e da construção não tinham teto e os empréstimos pouco risco.

A reação às simultâneas expansão suburbana com renda superior e estagnação urbana da classe trabalhadora levou os grandes bancos a direções opostas de imediato: por um lado, competiam por participação no mercado, abrindo filiais nas novas comunidades suburbanas e exurbanas de renda alta; por outro, fechavam ou reorganizavam as filiais estabelecidas na *inner city*. O domínio dos grandes bancos sobre a maioria dos mercados exurbanos representou, em parte, um esforço para padronizar e homogeneizar seus riscos por meio do financiamento de ambientes de vida padronizados e homogeneizados. Este esforço contou com o auxílio da explosão, em meados dos anos 80, da securitização dos ativos financeiros. Subscrita em larga medida por garantias federais, facilitada por mercados secundários ativos e estimulada pelos influxos de riqueza estrangeira em busca de aplicações padronizadas, a securitização alastrou-se rapidamente. Os emprestadores desfaziam-se cada vez mais dos empréstimos após fazê-los, obtendo renda de comissões e não de juros.

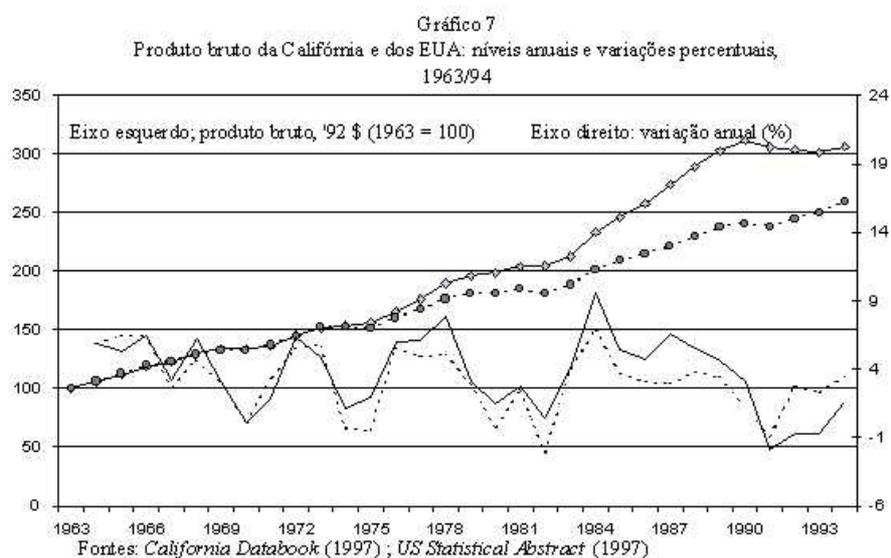


Gráfico 8  
 Variação populacional, Califórnia X resto dos EUA, 1947/96

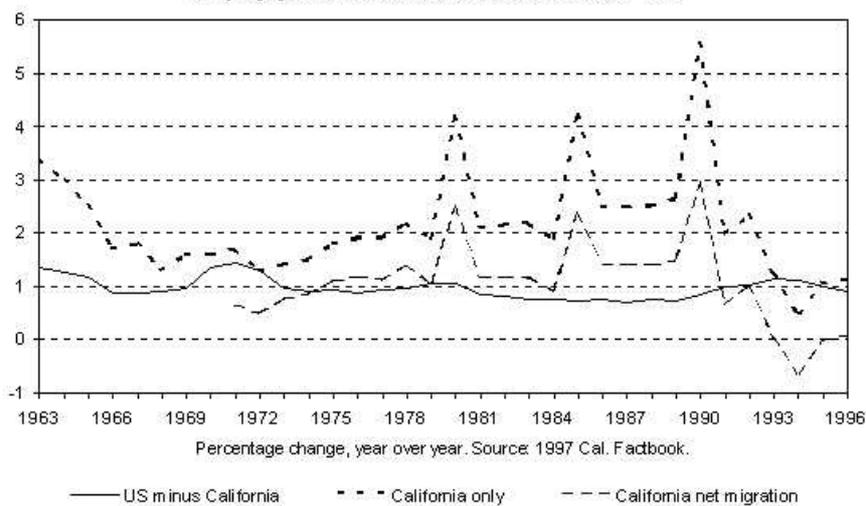
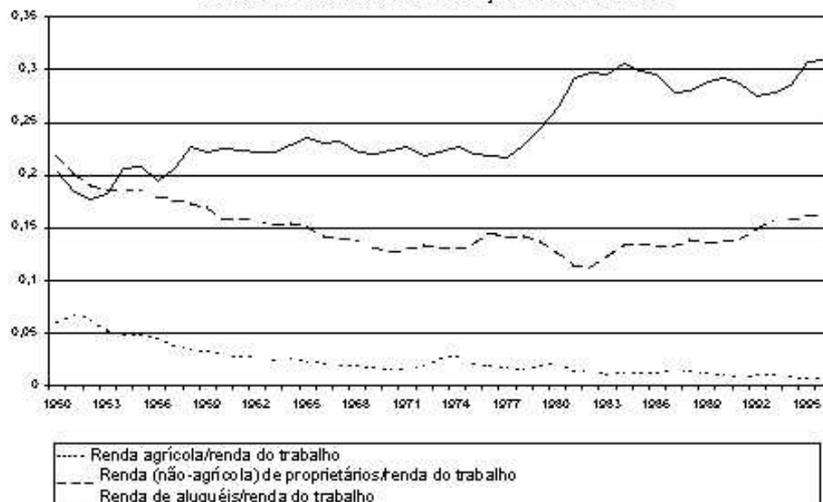


Gráfico 9  
 Califórnia: fluxos de renda em relação à renda do trabalho



A retirada dos bancos maiores das vizinhas menos abastadas impôs um custo indireto: menos serviços financeiros oferecidos em termos mais onerosos. À medida em que se fechavam as filiais nas *inner cities*, uma segunda formação de

Economia e Sociedade, Campinas, (11): 73-136, dez. 1998. 111

fornecedores de serviços financeiros crescia rapidamente. Esses pontos de retirada de dinheiro, os agiotas e os agentes hipotecários trouxeram serviços financeiros para áreas em larga medida abandonadas pelos bancos e instituições de poupança. Aqueles desprezados pelo setor bancário formal voltaram-se para esta segunda linha do setor financeiro em crescimento para resolver suas necessidades financeiras – mas tipicamente por preços altos. Na verdade, enquanto o crédito bancário idealmente facilita a acumulação de novos ativos humanos ou físicos que aumentam a renda futura, os mercados de crédito informal freqüentemente impõem às famílias a desacumulação de seus ativos para enfrentar crises de renda corrente. Além disso, mesmo quando servidas por firmas financeiras informais, as comunidades de renda inferior sem bancos carecem de instituições para manutenção e formação de poupanças financeiras. Em suma, o comportamento do setor bancário como um todo agora aumenta, em vez de nivelar, as diferenças entre as rendas e a riqueza das áreas abastadas e despossuídas.

**Síntese.** Na terminologia introduzida acima, a Califórnia é uma crônica economia de boom, da forma como este termo é aqui definido: ela cresceu, de forma consistente, mais rapidamente do que outras regiões dos Estados Unidos, devido aos contínuos influxos de riqueza e população. Nos anos 80, esses influxos receberam um impulso extra, devido à aquisição de muitos ativos baseados em propriedades imobiliárias na Califórnia, por parte de investidores estrangeiros. Até o colapso do sistema bancário do *New Deal* no início dos anos 80, estes contínuos influxos de riqueza serviram enormemente para aumentar a base de ativos reais do estado. Isto devido tanto ao controle sobre a incorporação extensiva, exercido pelos grandes incorporadores e bancos comerciais da Califórnia, quanto às regras formais e informais que restringiam as minorias às concentradas áreas urbanas de baixa renda.

Nos anos 80, no entanto, três fatores combinaram para criar um padrão de desenvolvimento rápido mas frágil: a perda de controle dos grandes bancos sobre o processo de desenvolvimento; a crescente facilidade de acesso dos incorporadores descentralizados e descoordenados aos mercados diretos de capital direto e crédito; e o êxodo de muitos brancos das áreas da *inner city*, juntamente com o influxo populacional de não-brancos. O final dos anos 80 colocou em foco a centralidade e a complexidade da separação racial na Califórnia. O Gráfico 10 mostra que boa parte da população – 12,8 milhões de um total de 29,8 milhões de pessoas em todo o estado em 1990 – consiste de minorias raciais, e que grande parte desta população minoritária está concentrada em umas poucas áreas urbanizadas. Afro-americanos e americanos de origem asiática, em particular, concentram-se nos condados de Los Angeles e Orange, bem como nos condados urbanos do norte californiano, apresentados no Gráfico 10. De fato, o desenvolvimento sustentado na Califórnia, deste ponto em diante, significaria desenvolvimento multiracial, flexível o suficiente para responder a diversas

configurações de riqueza/renda de famílias e empresas numa grande variedade de nichos urbanos espaciais. Este foi um desafio novo para os grandes incorporadores, cuja maioria obteve sucesso simplesmente vendendo uma versão simples do sonho americano em incorporações do tipo de conjuntos habitacionais. Um fator central na ligação entre a desaceleração da Califórnia e a mudança multiracial foi o aspecto militar. Desde a Segunda Guerra, os contratos e bases militares atraíam milhares e milhares de funcionários técnicos, em larga medida brancos, para os bem remunerados empregos de colarinho branco, pelo estado todo. Mas, com o final da guerra fria, esta fonte de crescimento secou. Desta forma, pelo final dos anos 80, a nova realidade social da Califórnia soterrou a máquina de crescimento, antes mesmo que o país entrasse em recessão.<sup>33</sup>

A incorporação intensiva inadequada no interior das cidades contribuiu para os problemas sociais e a estagnação da comunidade, ao mesmo tempo que incorporações suburbanas extensivas e distantes estavam sendo construídos em escala excessiva. Finalmente, o frágil processo de crescimento entrou em colapso em função de alavancagem excessiva e de contradições internas. Assim, o subinvestimento da base de ativos no interior da cidade combinado com o superinvestimento na base de ativos suburbana levou ao colapso dos preços e a distúrbios financeiros em muitas comunidades relativamente novas, e à estagnação no interior da cidade. Na prática, a crise de reprodução da riqueza familiar nos subúrbios correu paralela à crise de reprodução social do interior da cidade. Estas crises duais irromperam quando quebrou a combinação de apartheid residencial e controle bancário que havia impedido o desenvolvimento de bolhas de ativos explosivas no período pós-guerra.<sup>34</sup>

A estagnação da Califórnia persistiu no início dos anos 90. Milhares de famílias, amarradas ao patrimônio negativo representado por suas casas (considerando que os preços de mercados caíram para níveis inferiores aos de hipoteca) foram forçadas a escolher entre vender com prejuízo, declarar falência ou ficar firmes e financiar sua posição ativa. Por causa deste problema de *lock in*, o período de crise só terminou muito depois de a recessão ter se tornado uma lembrança no resto dos Estados Unidos. Mas, finalmente, as mesmas forças que historicamente haviam nutrido a economia de boom da Califórnia, novamente mostraram sua mágica, admitidamente com um novo caráter: forte e sustentada migração interna, combinada com crescimento de novos e robustos setores industriais. O Quadro 9 ilustra o ponto. O desequilíbrio ativo-passivo foi superado por meio de algumas liquidações e de recuperação do preço do ativo, devido ao crescimento da renda e à injeção de riqueza por novos residentes. Uma

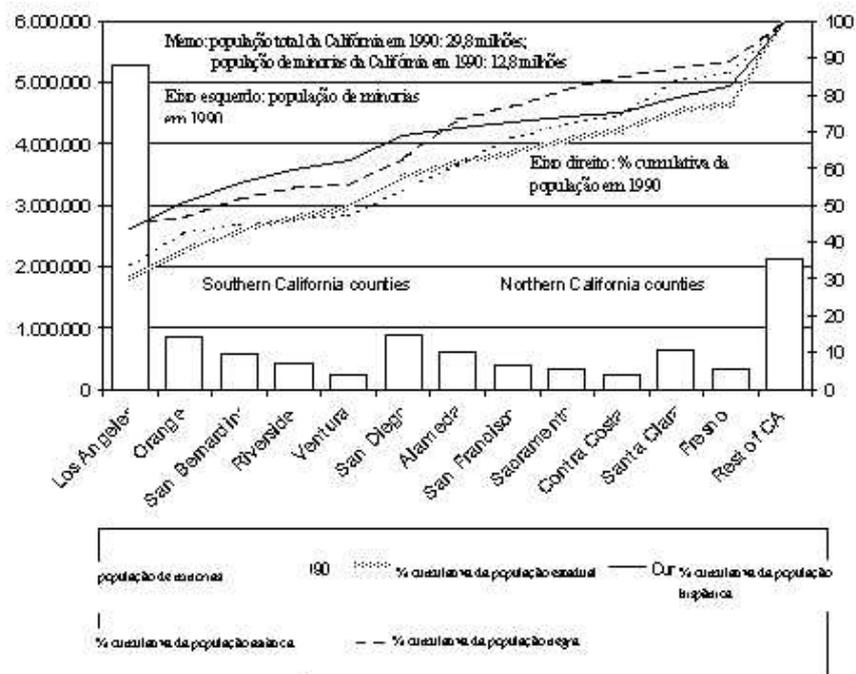
---

(33) Talvez o símbolo mais potente desta crise seja Palmdale/Lancaster, duas cidades contíguas e adjacentes à *Edwards Air Force Base*, no alto deserto do nordeste de Los Angeles. Estas cidades foram loteadas para crescimento rápido, na esteira do boom de emprego associado ao esforço do bombardeiro B-1. Mas os empregos antecipados para engenheiros não se materializaram; e estas cidades se defrontaram com tensões raciais e delinqüência juvenil, agravadas pela evaporação da base de empregos.

(34) O colapso das bolhas de ativos no Japão e na Coréia certamente contribuiu para a reversão no boom imobiliário dos anos 80 na Califórnia, especialmente na área imobiliária comercial.

rejuvenescida indústria de entretenimento, setores de eletrônica e computação em expansão forneceram uma máquina de crescimento que finalmente compensou os severos cortes militares. Outro elemento crucial no ressurgimento da Califórnia tem sido os fortes influxos de imigrantes do Leste Asiático, México e América Latina. Americanos de origem asiática, em particular, estabeleceram uma robusta rede de bancos étnicos que estimou o desenvolvimento e o crescimento em diversas partes da Califórnia urbana (ver Dymski, Li & Zhou, 1998).

Gráfico 10  
Califórnia - concentração das minorias raciais, 1990

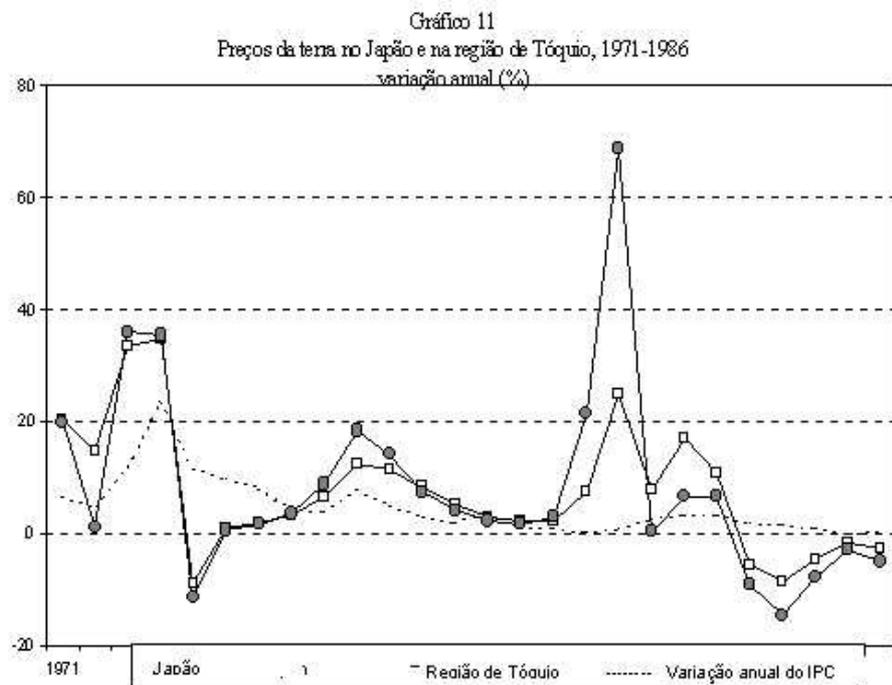


## 5. Boom, bolha e crise no crescimento japonês

A bolha de ativos japonesa pós-1984 envolveu tanto o mercado de ações como os preços da terra.<sup>35</sup> O Gráfico 11 mostra a variação anual nos preços da terra no Japão e na metrópole de Tóquio. O gráfico demonstra a rápida emergência de uma bolha no final dos anos 80. Mostra também que os preços da terra em Tóquio subiram mais rapidamente nos movimentos para cima e caíram mais

(35) Wood (1992) oferece uma útil análise descritiva do estouro da bolha japonesa.

rapidamente nos movimentos para baixo; demonstra que uma importante bolha de preços da terra surgiu no início dos anos 70. O Gráfico 12 mostra que as médias do Nikkei e dos preços das ações de Tóquio subiram ainda mais acentuadamente do que os preços das terras em Tóquio no final dos anos 80, atingiram um pico em 1989, caíram rapidamente até 1992 e recuperaram algum valor nos anos subsequentes.<sup>36</sup>

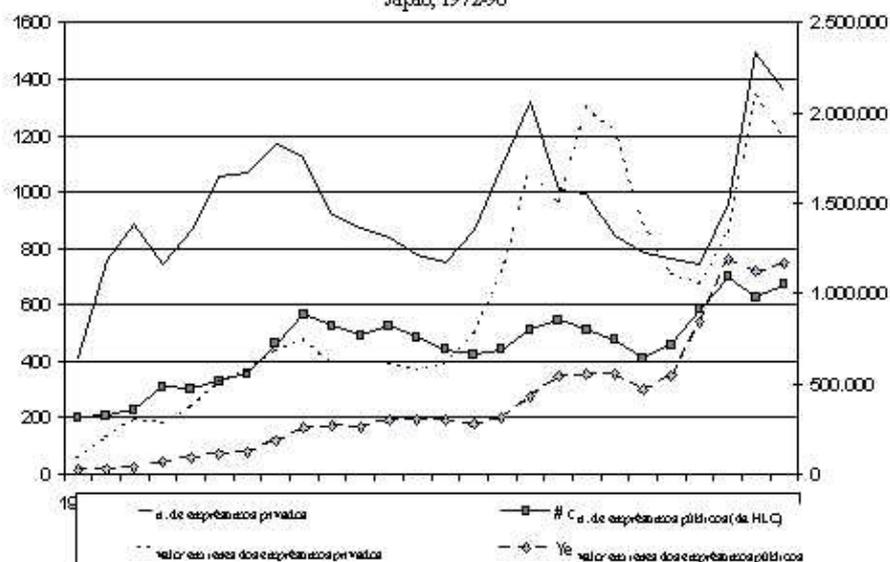


Se, como Ito & Iwasako (1996) sugerem, um modelo da bolha de ativos japonesa baseada em uma simples abordagem fundamentos/bolha não for apropriada, talvez a noção de “fundamentos” deva ser expandida para comportar fatores adicionais, inclusive alguns daqueles aqui identificados. Será útil resumir a situação do Japão em termos da abordagem conceitual ora utilizada. O modelo básico de Minsky sobre a interação entre mercado de ações e investimento oferece uma explicação parcial para os movimentos nos preços das ações e da terra nos anos 80. Trata-se de uma explicação apenas parcial porque, no Japão, as razões dívida/patrimônio líquido têm sido sistematicamente mais altas do que em

(36) Muitos estudos verificaram a intensidade do crescimento pós-guerra de Tóquio, especialmente nos anos 80. Por exemplo, Kanemoto mostra que, enquanto a razão preço do imóvel/renda anual era de 4,4 no Japão em 1989, em Tóquio nesse mesmo ano era de 7,4 (1997: 615).

qualquer outro lugar; os mercados de títulos de dívida e de ações têm operado com restrições de acesso; e os níveis de rentabilidade tem se apresentado sistematicamente menores do que no protótipo americano que Minsky tem em mente.

Gráfico 12  
Número e valor de empréstimos habitacionais segundo o tipo  
Japão, 1972-96



Isto não significa, no entanto, que o Japão deva ser tratado como um desvio em relação a algum tipo ideal. A abordagem estrutural e espacial aqui proposta sugere precisamente que não há protótipo; pelo contrário, a dinâmica da acumulação de riqueza e da fragilidade financeira em qualquer tempo e lugar depende das particulares condições de fronteira e de outros aspectos estruturais. Dois aspectos da economia japonesa são de especial interesse. Primeiro, os baixos níveis de rentabilidade das firmas japonesas significam que, em qualquer momento, a maior parte da poupança disponível para dar suporte ao investimento é gerada pelas famílias e pelo governo.<sup>37</sup> Uma vez que a maioria dos investimentos é conduzida pelas corporações, a eficiência do elo investimento/poupança depende do caráter dos condutos para a canalização dessas poupanças dos setores familiar e governamental para a indústria. Evidentemente, a eficiência e a efetividade da intermediação financeira é questão de grande importância para a garantia de que

(37) Uma importante consequência deste arranjo deve ser observada. As altas poupanças das famílias, juntamente com os mercados de ações subdesenvolvidos, necessariamente implicam altas razões dívida-renda.

crescentes direitos financeiros sobre os ativos estejam associados a crescentes volumes de ativos reais.

Uma segunda implicação do “caso especial” do Japão decorre das restrições à participação nos mercados de ações. Essas restrições constituem uma explicação parcial do porquê de os preços da terra terem subido tanto no Japão em geral – a poupança dos consumidores tinha relativamente poucos lugares para ir, de modo que os preços do limitado estoque de recursos baseado em propriedades imobiliárias foram rapidamente pressionados para cima. Algo do esquema Ponzi também esteve em operação: os que possuíam terra tinham poucas razões para desestimular a inflação nos preços daquela; aqueles que não possuíam, ficavam ainda mais aflitos para a obterem na medida em que os preços subiam.

Porém, se o modelo de Minsky se enquadra melhor quando a terra é incluída, então aspectos espaciais do processo de acumulação devem ser examinados explicitamente. O Quadro 3 assinalou as diferenças entre os dois tipos de economia de alto crescimento: alto crescimento sem bolhas de ativos, imputável à capacidade produtiva superior; e alto crescimento com bolhas, imputável a influxos persistentes de riqueza. Note-se que o Japão se encaixa nas duas categorias: o país é capaz de alto crescimento sem bolhas de ativos; mas a megalópole Tóquio sofre constantemente o risco de bolhas de ativos por ser uma economia de boom. O Quadro 6 mostra a posição contraditória do Japão: se Tóquio é uma economia de boom, com influxos líquidos de riqueza positivos, então, uma vez que o país como um todo tem poupança externa negativa, segue-se que o restante do país não é. Então, o desequilíbrio no acesso ao mercado de ativos acima observado eleva os preços imobiliários mais rapidamente em Tóquio do que em qualquer outro lugar.

Em suma, as pressões estruturais sugerem que uma bolha de preço da terra era provável, tendo por locus mais provável os preços residenciais em Tóquio.<sup>38</sup> As mesmas forças encontram-se por trás da bolha de preços das ações, combinadas com dois fatores adicionais: o Acordo do Plaza, que redirecionou para dentro o comportamento de investimento de muitos intermediários japoneses; e a prática bancária japonesa de emprestar primordialmente com base no valor das garantias. Alguns dos efeitos desta bolha de ativos sobre o setor famílias são explorados nos Gráficos 12 a 16.

O Gráfico 12 mostra que os empréstimos do setor privado têm sido numericamente mais importantes do que os empréstimos públicos (*Housing Loan Corporation*, ou HLC), no financiamento habitacional japonês, de 1971 até hoje. Enquanto o número e o volume real de empréstimo públicos têm se mostrado relativamente estáveis de ano para ano, os fluxos do setor privado têm sido notavelmente voláteis. No boom do valor da terra nos anos 80, os empréstimos do

---

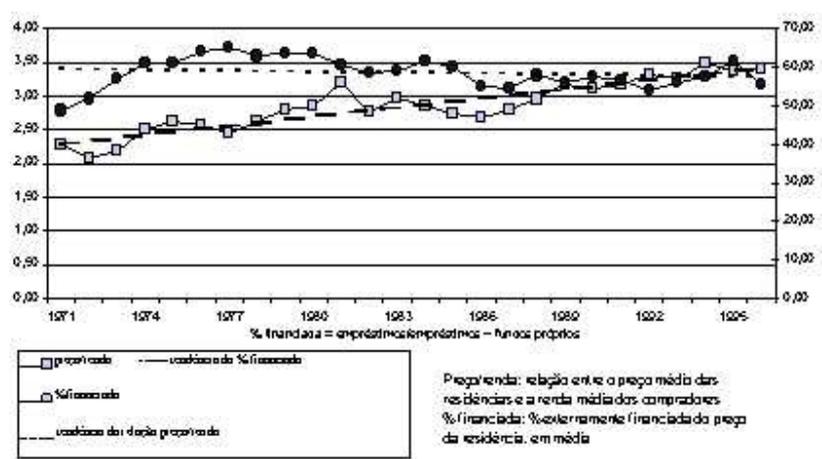
(38) Esta conjectura encontra respaldo em Fujita & Tabuchi (1997) e Eaton & Eckstein (1997). Ver também Kanemoto (1997) e o panorama de Yamamoto (1997) sobre a economia japonesa dos anos 90.

setor privado chegaram cedo ao topo (1987), sofrendo então uma queda relativamente aguda; já o volume em dólares dos empréstimos privados só chegou ao pico em 1989, e só entrou em queda rápida após 1990. Há aqui uma evidência flagrante da pressão dos preços das habitações sobre a capacidade dos mercados de financiamento habitacional.

O Gráfico 13 ilumina dois aspectos centrais do financiamento habitacional nos últimos 25 anos. Primeiro, mostra uma estimativa da proporção financiada do preço da habitação, em média. Uma linha de tendência ajustada aos pontos mostra que esta proporção flutua em torno dos 58%, de 1971 a 1996. O gráfico mostra também a razão média entre preço da habitação e renda média dos compradores de casas. Há aqui uma clara tendência de crescimento; a razão alça-se de pouco mais do que 2.0, no início dos anos 70, para algo menos do que 3.5, em meados dos anos 90. Há aqui uma evidência do esgotamento orçamentário crescente das famílias em busca da aquisição da residência.

O Gráfico 14 investiga aspectos da lógica da dinâmica do mercado de habitações neste mesmo e longo período. O gráfico mostra, primeiro, que o custo real dos empréstimos residenciais tem sido virtualmente idêntico ao retorno dos depósitos a prazo, de 1971 até o presente. Além disso, ambas as taxas financeiras têm se mantido relativamente estáveis nos últimos 15 anos; já o ganho anual real dos preços habitacionais tem sofrido substancial variação de ano para ano. O Gráfico 14 sugere, de fato, que as famílias japonesas capazes de adquirir casas tiveram de ponderar os retornos seguros e estáveis dos depósitos a prazo contra o retorno arriscado e variável de uma casa.

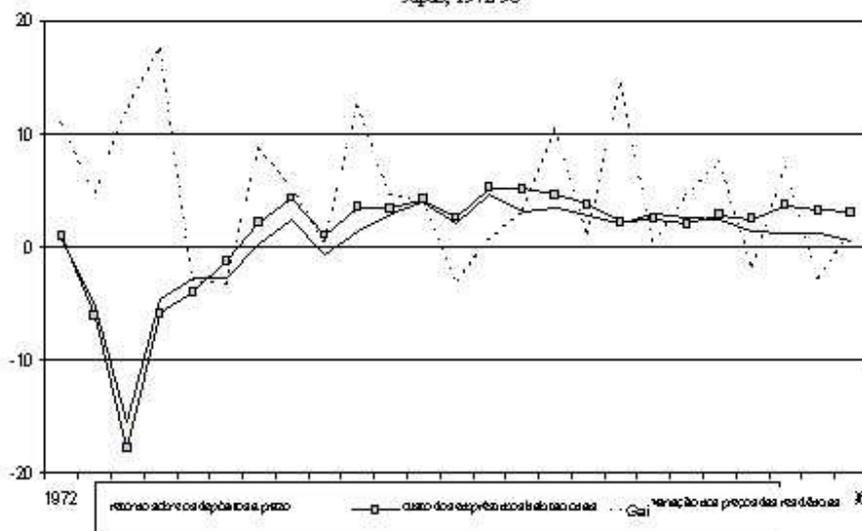
Gráfico 13  
Tendências do financiamento habitacional no Japão, 1971-96:  
Relação preço/renda e % financiada do preço da residência



Juntos, os Gráficos 12 a 14 sugerem que as famílias japonesas em busca de casa própria depararam-se com fragilidade financeira cada vez mais alta, devida

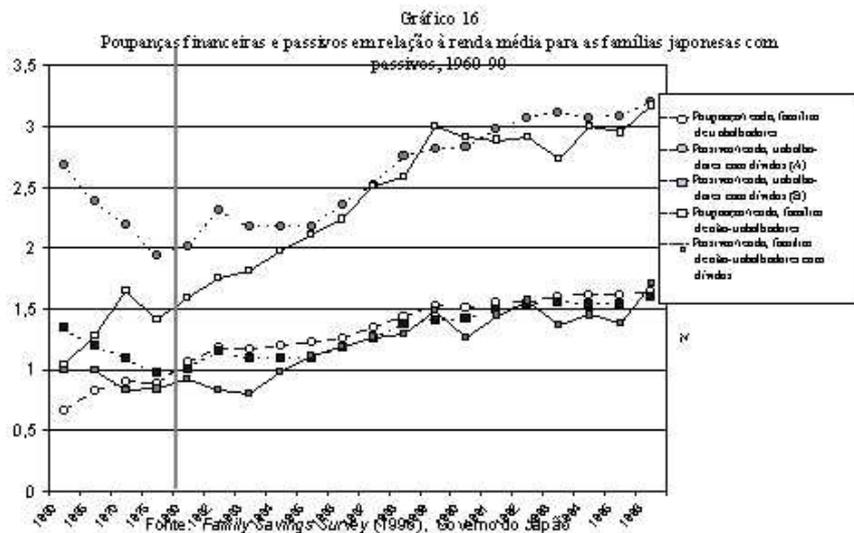
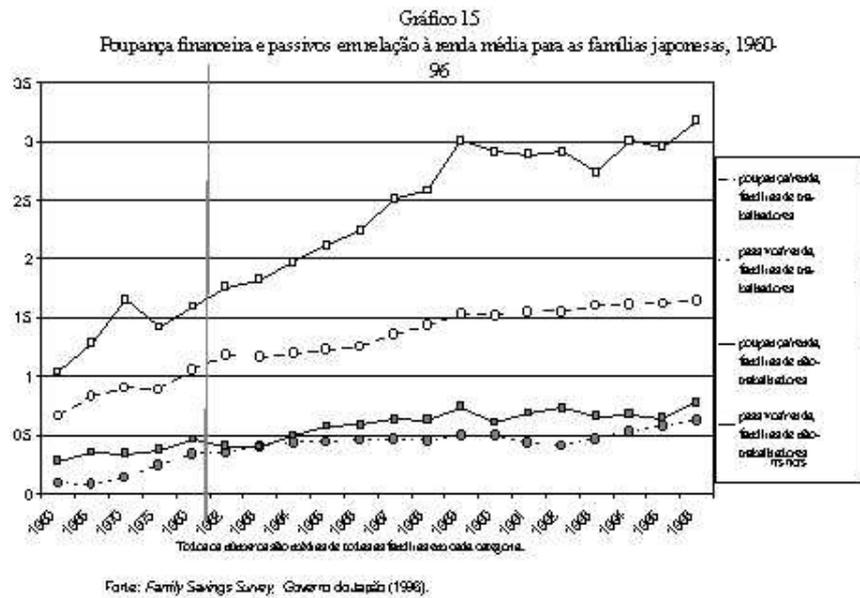
à instabilidade do mercado e à elevação das relações dívida/renda. Os Gráficos 15 e 16 apresentam dados sobre as relações poupança/renda e passivos/renda, de 1960 a 1996, lançando ainda mais luz sobre esta inferência. O Gráfico 15 indica que a relação poupança/renda cresceu de forma regular, e mais rapidamente do que a relação passivo-renda, tanto para famílias de trabalhadores quanto de não-trabalhadores. Isto sugere que as famílias japonesas não enfrentam pressões crescentes sobre seu orçamento. É importante, no entanto, ajustar esses números de duas maneiras: uma alta proporção de proprietários residenciais não-trabalhadores representa aposentados sem dívidas, mas a maioria das famílias de trabalhadores que possuem casas têm encargos de dívidas residenciais; e a dívida das famílias deriva quase que inteiramente de empréstimos habitacionais. O Gráfico 16 apresenta os resultados desses dois ajustes, computando as relações passivos-renda somente para famílias com passivos. Uma conclusão diferente surge agora. Para famílias de não-trabalhadores, a relação passivos-renda permanece substancialmente mais alta do que a relação poupança-renda. Já para famílias de trabalhadores, a relação passivos/renda é pelo menos tão alta quanto a relação poupança/renda – e, sob hipóteses plausíveis (mencionadas no Gráfico 16), é muito maior. Noutras palavras, os encargos sobre passivos são crescentemente pesados para famílias com casa própria, ultrapassando de longe a poupança.

Gráfico 14  
Retornos reais dos depósitos a prazo, empréstimos habitacionais, preços residenciais,  
Japão, 1972-96



Parece que as famílias japonesas mais jovens têm pela frente um futuro sem habitação segura, ou um futuro em que as provisões para habitação criam estresse financeiro considerável. Cálculos não apresentados aqui sugerem que as famílias

japonesas de baixa renda estão especialmente expostas a este tipo de fragilidade financeira.



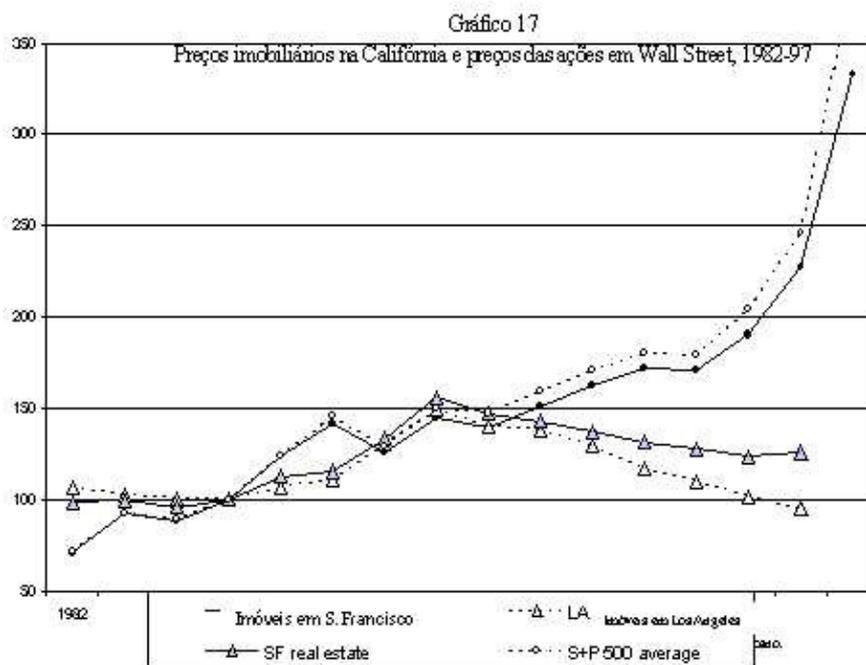
**Síntese.** A bolha de ativos dos anos 80 no Japão foi mais grave do que a bolha de terra na Califórnia no mesmo período. Os Gráficos 17 e 18 demonstram

isso ao retratar os valores de ativos em ambas as nações, utilizando índices de preços ajustados, com valores de 1985 iguais a 100. Esta normalização demonstra que os preços dos imóveis na Califórnia subiram 50%, dos níveis de 1985 até o pico de 1989, enquanto os valores de ativos japoneses subiram mais de 100% no mesmo período. Note-se que, enquanto os preços dos imóveis na Califórnia começaram a cair logo após o ano de pico, assim como os preços das ações japonesas, os preços da terra em Tóquio mantiveram-se estratosféricos por muitos anos. É interessante observar que as médias americanas de preços de ações acompanharam de perto os preços dos imóveis em 1990, mas posteriormente subiram, de forma incansável, a níveis que hoje ultrapassam o pico de 1989 do Nikkei.

O fato surpreendente acerca da bolha de ativos japonesa dos anos 80 é sua contínua influência sobre a economia do país. Resolver uma situação de generalizada fragilidade minskyana requer medidas para estabilizar e elevar os valores dos ativos e/ou para reduzir o peso efetivo dos encargos da dívida. Nenhum dos passos foi dado, como mostra o Quadro 9. Na Califórnia, uma combinação de migração interna de população e de riqueza com inovação industrial tem permitido a recuperação do valor dos ativos e renovado o crescimento da renda. Tais mecanismo de solução da crise ainda não foram empregados pelo Japão, por diversas razões. A migração rural está largamente esgotada. A população japonesa está envelhecendo e toda migração interna em anos recentes envolveu basicamente trabalhadores temporários do setor de serviços. Restam as medidas para aumentar o gasto. Uma possibilidade é a renovação industrial; porém, com os grupos industriais japoneses calcificados, o estímulo a tal renovação teria de provir de firmas novas e independentes. Tais firmas têm estado entre as mais afetadas pela bolha: em muitos casos, seus ativos de garantia têm sofrido queda de valor, comprometendo sua credibilidade; e, onde estas firmas permaneceram viáveis, os bancos dos quais dependem para a obtenção de crédito são incapazes de emprestar devido a perdas de empréstimos e à contração no valor do capital.<sup>39</sup> Com bancos financeiramente frágeis, incapazes de apoiar a inovação industrial, os recentes planos de reforma do governo japonês concentraram-se nos dois elementos indicados no Quadro 9: primeiro, uso de fusões de grandes bancos, combinadas com securitização de porta-fólios de empréstimo ruins, para recapitalizar os bancos e renovar sua capacidade de empréstimo; segundo, uso de algum tipo de estímulo fiscal para aumentar os rendimentos e deflagrar um processo multiplicador keynesiano.

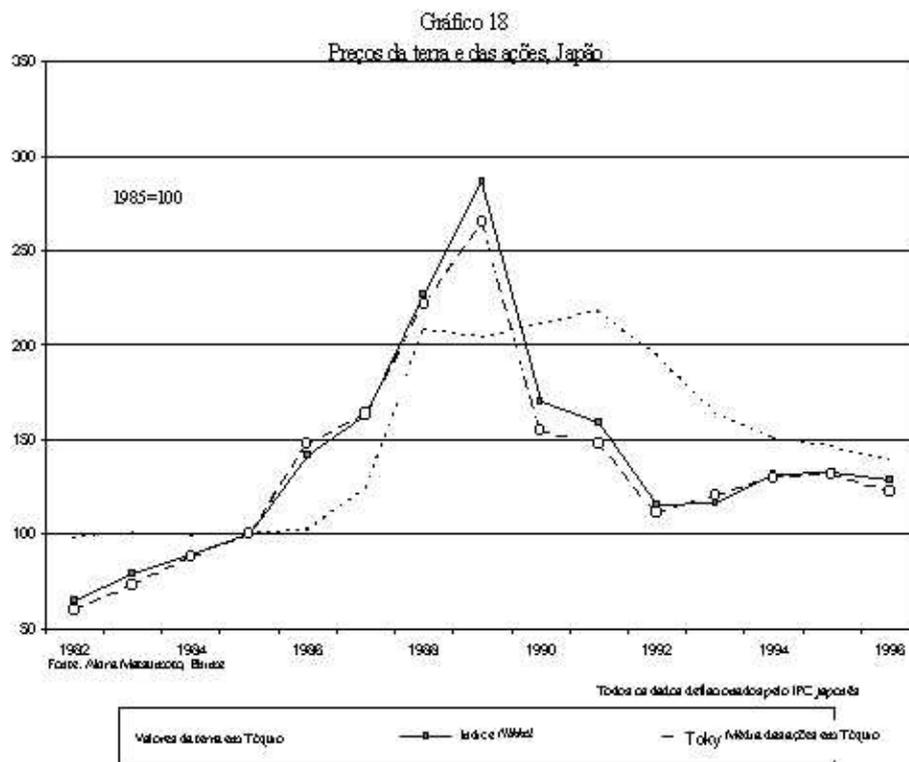
---

(39) O capital *tier-one* nos bancos japoneses consiste em parte de posições em ações. Uma elevação no índice Nikkei aumenta, dessa forma, o capital bancário e a capacidade de empréstimo, e vice-versa.



Até esse momento, um pacote duplo de recuperação econômica deste tipo não se mostrou politicamente viável. As iniciativas político-fiscais propostas envolveram estímulos modestos e medidas temporárias. Isto deixou o povo japonês desconfiado da eficácia deste tipo de pacotes de estímulos, fazendo com que se tornassem ainda mais conservadores em seus hábitos de despesa, exercendo com isso mais pressão no sentido da queda da demanda e impulsionando os preços dos ativos em direção à deflação, ao invés da necessária redeflação. Enquanto isso, os esforços do governo para resgatar os bancos, por meio da permissão de fusões e/ou vendas de empréstimos ruins, têm encontrado resistência política; políticas que permitam às grandes empresas que solucionem seus problemas são vistas com ceticismo pelos eleitores japoneses – cujo infortúnio, na esteira da bolha de ativos, é ilustrado nos Gráficos 13 a 16. O próprio setor familiar tem suas mãos atadas. Caíram os preços da habitação, ao mesmo tempo em que caiu também a renda dos compradores. A fragilidade financeira aumentou de forma contínua para as famílias japonesas, concomitantemente à redução da estabilidade do emprego e ao aumento do desemprego. Nos últimos quatro anos, o iene tem caído regularmente em relação ao dólar à medida em que a crise se arrasta (Gráfico 3): como se o valor anterior do iene e as antigas avaliações entusiasmadas do modelo econômico japonês fossem eles próprios uma bolha agora reventada. Em suma, a economia

japonesa está no meio de uma imbricação entre crise econômica geral e crise de fragilidade minskyana, cujo fim não está à vista.



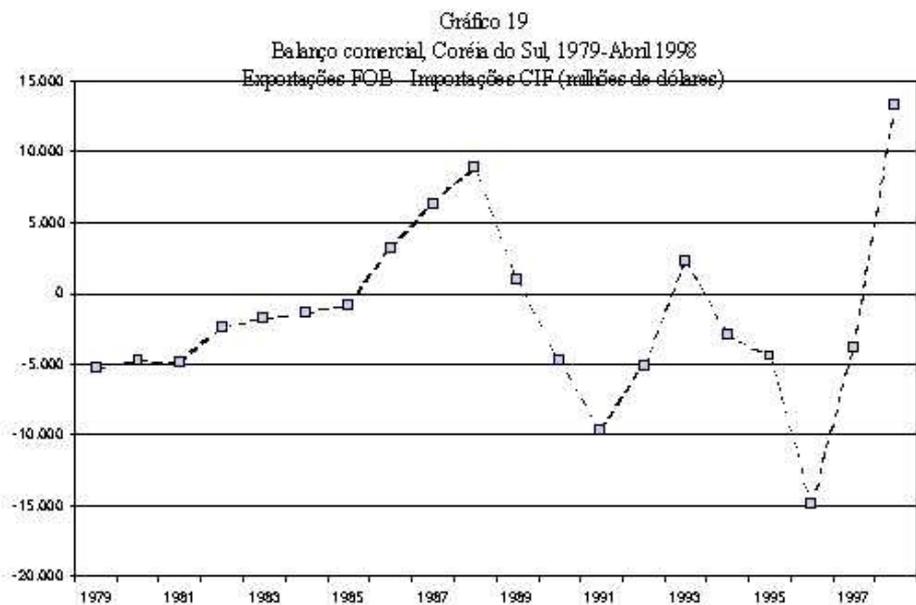
## 6. Boom de bolha e a crise coreana

Se a crise financeira japonesa é uma longa e desgastante crise, desenrolando-se ao longo de anos, a crise financeira coreana surgiu como uma *tsunami*,<sup>40</sup> que desabou sobre os coreanos no final de 1997. Esta crise apresentou muitas das marcas de uma crise cambial clássica. Superficialmente, parecia que os investidores estrangeiros deram-se conta de que o valor da moeda era insustentável, dado o persistente déficit comercial da economia coreana (Gráfico 19) e o declínio das reservas; sua debandada deflagrou uma queda abrupta no valor do won, como mostra a Gráfico 3, de seu prévio valor de bolha para um equilíbrio mais baixo.

Deve-se contestar, por várias razões, uma tal avaliação da crise financeira coreana. Por um lado, há alguma evidência de que o ritmo dos investimentos externos de longo prazo na Coréia se reduziu nos últimos anos, como mostra a

(40) Nota do tradutor: enorme onda oceânica gerada por terremoto submarino ou erupção vulcânica.

Gráfico 20; contudo, este gráfico também mostra que, ao mesmo tempo, o volume dos investimentos de curto prazo na Coréia explodiu. O modelo de crise cambial não se aplica a este caso. Por outro lado, a Coréia tem sido uma economia de boom clássica; como no Japão, tem havido fluxos de população e de riqueza para Seul, provenientes de outras áreas da Coréia. E, assim como as outras duas economias aqui consideradas, uma bolha de ativos tanto nos preços de ações como nos preços da terra surgiu – só que não no final dos anos 90. O Gráfico 21 apresenta os dados básicos para a terra coreana e os preços do mercado acionário no período 1982-88, utilizando a mesma escala dos Gráficos 17 e 18 (para os Estados Unidos e o Japão, respectivamente). O mercado acionário coreano experimentou uma bolha que atingiu o pico em 1989, após um ganho de 250% em quatro anos – maior ainda do que o da bolha de ativos japonesa. O Gráfico 21 mostra que, depois de perder cerca de metade de seu valor em 1992, o mercado de ações coreano subiu novamente para um outro pico em 1994. O mercado perdeu valor nos quatro anos seguintes; em 1998, o valor real médio das ações coreanas (usando o KOSPI), está abaixo do nível de 1982. Em suma, no outono de 1997, não havia praticamente nada que lembrasse uma bolha em vias de explodir.



Embora os eventos dos meses recentes chamem nossa atenção, toda a experiência da Coréia, da bolha de 1989 até agora, merece análise. Isso porque, enquanto a economia do Japão experimentou um desaquecimento, no final dos

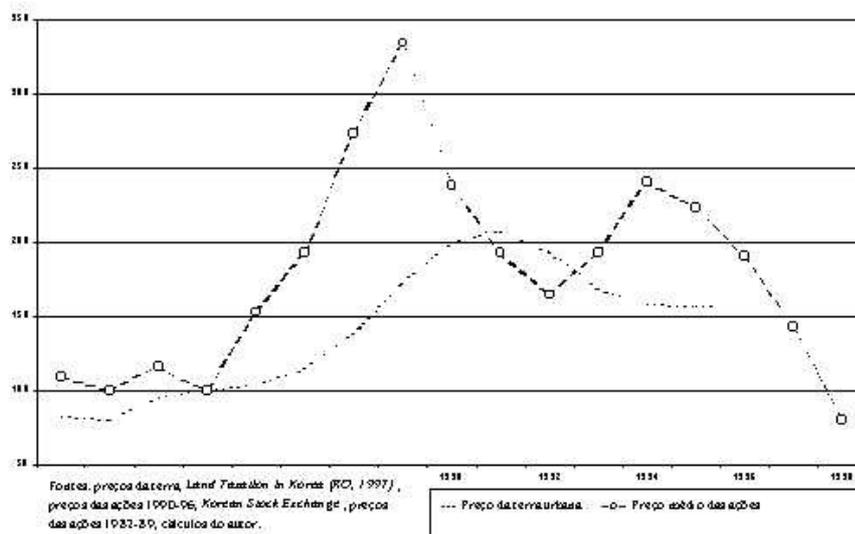
anos 80, do qual nunca se recuperou, tal não foi o caso da Coréia. Uma chave está no fato de que a bolha da Coréia foi menos severa. Embora seus mercados de ações tenham atingido pico mais alto, eram menos desenvolvidos do que japoneses; por isso os efeitos do colapso de preços foram menos disseminados; além disso, os preços da terra experimentaram uma bolha menor, cujo pico foi alcançado dois anos após 1989. A economia da Coréia estava, decerto, igualmente suscetível a problemas de bolha e de fragilidade. No quadro aqui desenvolvido, e tendo em vista o balanço comercial em geral negativo no passado recente, a Coréia evidentemente deveria ser considerada uma economia de boom, especialmente Seul e sua circunvizinhança. Enfatizamos que o desafio especial para economias de boom é canalizar os influxos de capital (e trabalho) de modo que não pressionem para cima os preços dos ativos de capital existentes, com isso gerando oportunidades de *rent-seeking*. Enquanto a Califórnia historicamente contava com seus poderosos bancos comerciais para realizar esta conversão de direitos financeiros em capital real, a Coréia tornou-se célebre pelo sucesso de seus setores público e corporativo em construir uma economia industrial de primeira linha. Na terminologia do Quadro 6, a Coréia foi muito eficiente na conversão de influxos de riqueza interna e internacional em acumulação de ativos reais. Parte do fascínio exercido pela Coréia sobre os observadores externos deveu-se à sua capacidade de realizar tal conversão nominal/real, logrando uma industrialização rápida ou “tardia” (Amsdem, 1989) com uso mínimo de relações de mercado *arms-length* – ou, por outra, sua capacidade de “governar o mercado”, na muito apropriada expressão de Wade (1990).

A bolha da terra do início dos anos 90 foi um aspecto de um profundo desafio para a Coréia – a escassez de habitação a preços acessíveis, serviços de saúde, e outros fatores de bem-estar para as famílias coreanas, especialmente para as muitas famílias de renda média ou baixa nas áreas urbanas em expansão. O próprio sucesso da estratégia de crescimento coreana, que evitou extremos de riqueza e pobreza, tornou-se uma ameaça para a ampla provisão de habitação adequada e a preços acessíveis e de outros serviços, como Yoon (1994) e Kim (1997) descrevem em detalhes. Impulsionado em parte por um enérgico movimento popular, o governo da Coréia implementou uma agressiva política habitacional; um pesado esforço de construção teve início, juntamente com taxação progressiva sobre a venda de casas existentes, o que socializava parte dos ganhos da valorização das residências. O Gráfico 22 fornece evidência concreta do impulso público para responder às necessidades humanas associadas ao crescimento rápido e à bolha de preços: os gastos governamentais reais com habitação, desenvolvimento comunitário e bem-estar social elevaram-se na segunda metade dos anos 80 (confessadamente não mais de forma mais rápida do que as despesas com serviços econômicos e defesa). Analiticamente, o Quadro 9 assinala que este esforço para construir casas e estimular a propriedade efetivamente atenuou a bolha de preço da terra (e das habitações), ao colocar

ativos reais novos em existência. Milhares de novas unidades habitacionais foram criadas; milhares de outras estão sendo construídas.

A situação econômica da Coreia foi inexoravelmente modificada em meados dos anos 90, quando desregulamentou os mercados financeiros e deu outros passos para ingressar na OECD. Nos termos do Quadro 7, os intermediários estabelecidos da Coreia abdicaram do controle do processo de aumento de ativos.<sup>41</sup> Em consequência, um novo conjunto de intermediários não-bancários (os bancos mercantis) surgiu. Em parte, esses intermediários especulavam com as oportunidades de arbitragem surgidas dos descasamentos regionais de taxa de juros; em parte, canalizaram fundos *offshore* para *chaebols* em busca de financiamento externo para alimentar seus planos de expansão. De toda forma, o setor público coreano perdeu o controle da máquina de crescimento e a dinâmica coreana saltou de um boom-sem-bolha para uma “economia de boom”. Os fundos entrantes na Coreia eram quase que inteiramente de curto prazo (Gráfico 20). A utilização de fundos *offshore* de curto prazo para sustentar a especulação cambial e o investimento dos *chaebols*, dado que esses fundos requeriam contínua rolagem, convidava a um colapso da moeda, a um ataque à indústria coreana, ou – no caso – aos dois.<sup>42</sup>

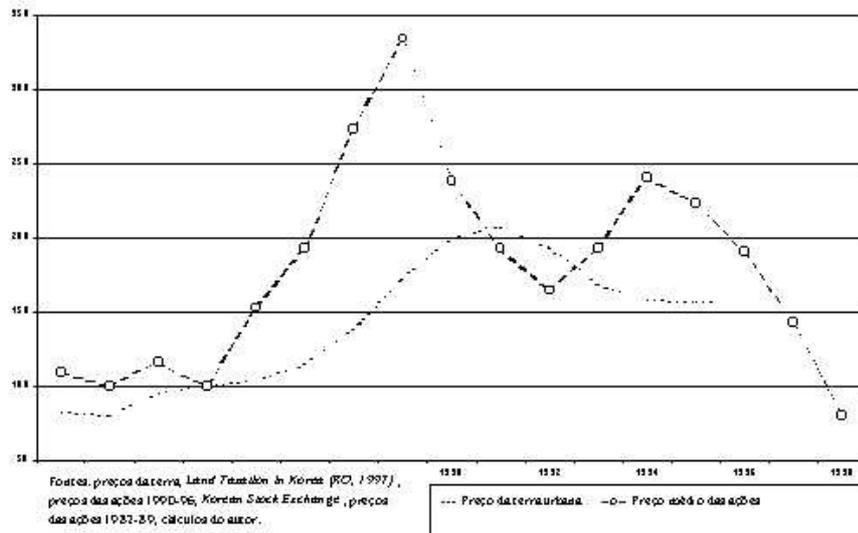
Gráfico 21  
Preços da terra e das ações, Coreia, 1982-Agosto 1998



(41) Uma descrição completa da liberalização coreana e de suas consequências está além de nossos objetivos aqui; ver Chang, Park & Yoo (1998), Wade & Veneroso (1998) e Crotty & Dymki (1998).

(42) Siegel (1995) sugere que o banco central coreano perdeu a capacidade de esterilizar os influxos de reservas em parte devido à desregulamentação financeira.

Gráfico 21  
Preços da terra e das ações, Coreia, 1982-Agosto 1998



Desde o final de 1997, a retirada do investimento externo e o colapso dos valores da moeda e dos ativos (Gráficos 3 e 21) criaram encargos de dívida insustentáveis para muitas empresas e famílias. As falências estão ocorrendo a níveis historicamente sem precedentes, estimuladas pela necessidade dos bancos de reduzir os empréstimos, a fim de elevar a relação capital/ativos. Sob o tacão do FMI, a economia coreana encontra-se agora sob pressão extrema. O Gráfico 23 mostra que o crescimento da oferta real de moeda tornou-se acentuadamente negativo depois de 1996; o crédito doméstico real caiu vertiginosamente em 1997. E, como retrata o Gráfico 24, a inflação disparou à medida que se consolidou a desvalorização do won; a taxa real de crescimento do PIB caiu abaixo de zero em 1998; e a relação dívida/PIB tende firmemente para cima (exceto por uma pausa em 1998, que pode ser atribuída à alta taxa de falências). Após ter evitado a fragilidade minskyana por anos, por meio de uma gestão econômica cautelosa, tal fragilidade instaurou-se agora de forma violenta; está estrangulando empresas e famílias, às voltas com a paralisação do desenvolvimento econômico da Coreia. Como indica o Quadro 9, as principais estratégias agora perseguidas, frente a este colapso, são maiores facilidades para a entrada de investidores externos e, como no Japão, fusões de grandes bancos.

Gráfico 22  
Gasto público real, Coréia, 1979-95, por categoria

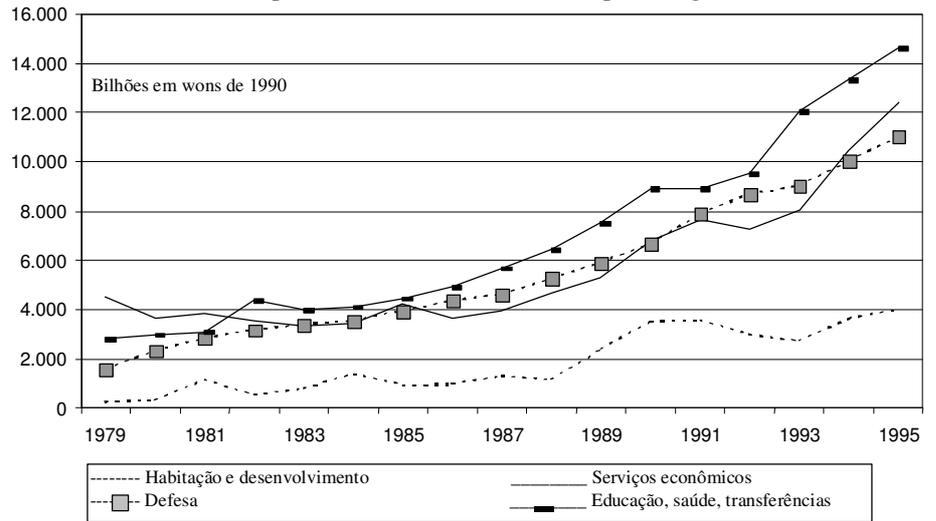


Gráfico 23  
Variações nos agregados financeiros, Coréia, 1980-Abril 1998

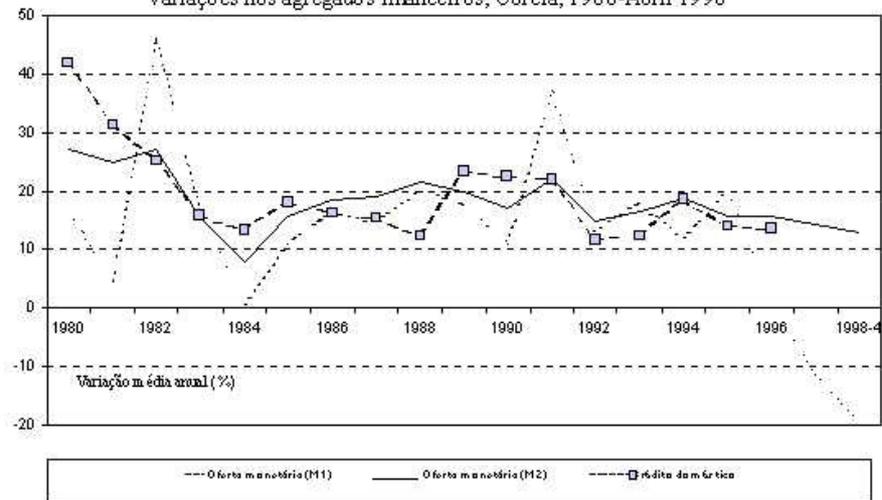
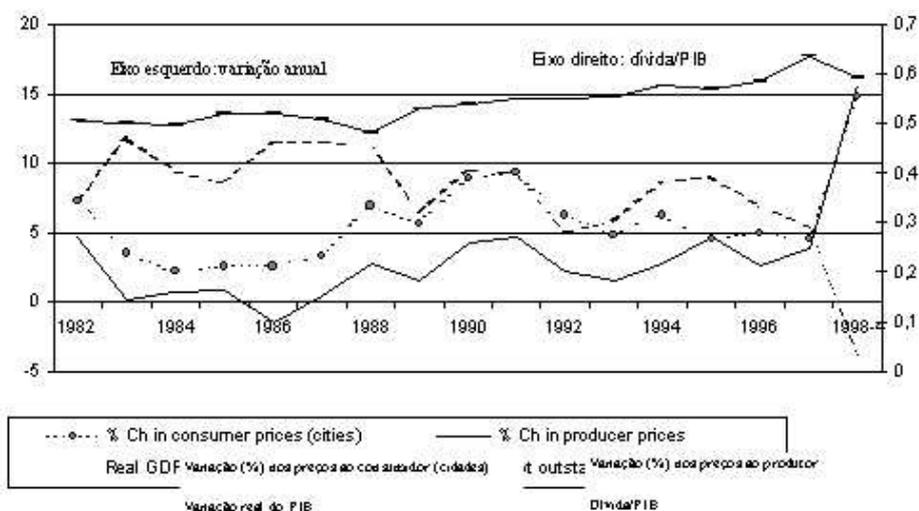


Gráfico 24  
Tendências de agregados selecionados, 1982- Abril 1998



### Conclusão: três implicações de política econômica

Este artigo sustentou que as bolhas de ativos podem ser entendidas como o resultado de processos transfronteiriços em que a taxa de crescimento dos direitos financeiros sobre os ativos de capital excede a taxa de crescimento da produção de ativos reais. Longe de ser um episódio incomum na dinâmica econômica, este tipo de desequilíbrio é uma tendência crônica em economias de boom – ou seja, nações ou regiões dentro de nações que caracteristicamente importam capital e/ou pessoas de outros lugares. Esta interpretação contrapõe-se a outras visões sobre bolhas de ativos, que as consideram anomalias devidas a parâmetros de mercado ruins ou incentivos comportamentais perversos (e evitáveis) nos mercados de crédito. Numa economia de boom, o que separa a estabilidade do colapso no preço dos ativos é um setor intermediário (de propriedade privada ou pública) empenhado em robustecer o financiamento da acumulação de ativos reais. Uma vez que esse controle é afrouxado, uma bolha de ativos, e seu colapso, tornam-se prováveis; quão rápido ela surge, que forma ela adquire, dependerá de quais restrições institucionais são mais estritas. A interpretação de bolhas de ativos aqui desenvolvida baseia-se nas idéias de Minsky acerca da fragilidade financeira; estende a concepção minskyana espacializando-a – ou seja, mostrando que, quando as posições financeiras ultrapassam fronteiras econômicas, emergem

tensões que afetam os porta-fólios de forma específica. Curiosamente, esta extensão do conhecido modelo de instabilidade financeira minskyano utiliza antigos *insights* do próprio Minsky, por ele negligenciados, sobre a importância de relações transfronteiriças no crescimento econômico.

Esta perspectiva é então utilizada para avaliar a experiência recente da Califórnia, do Japão e da Coreia; as três regiões são economias de boom que experimentaram bolhas de ativos na última década. A diversidade destas três experiências demonstra que o comportamento das bolhas de ativos na dinâmica econômica depende de aspectos estruturais contingentes a cada economia e a cada ponto no tempo. Assim, não há uma narrativa única para a bolha de ativos, que seja contada e recontada através dos milênios, nem uma lição única que possa imunizar os formuladores de políticas contra as armadilhas das bolhas de ativos. Defende-se aqui um ponto de vista praticamente oposto: as bolhas de ativos são uma tendência crônica de economias de boom, e economia de boom são fenômenos estruturais recorrentes. Seria possível argumentar que bolhas e quebras são mais prováveis dadas mudanças comportamentais no setor bancário. Em particular, um número crescente de firmas deste setor está empenhado em obter ganhos assumindo posições em projetos de ativos iniciados por outros em lugar de investir em desenvolvimento intensivo ou extensivo. A condição de *não-bolha* torna-se cada vez menos factível, quanto maiores os influxos de riqueza utilizados para adquirir ativos existentes sob a premissa de que seus rendas de monopólio aumentarão. Como Minsky costumava dizer, firmas e detentores de riquezas crescentemente “assumem posição para fazer posição”; porém, expectativas de que os preços dos ativos continuarão a subir (como na bolha japonesa do final dos anos 80), ou de que pelo menos manterão seu valor enquanto *cash-flow margins* são exploradas (como na situação coreana do final dos anos 90), invariavelmente violam restrições estruturais implícitas no ciclo minskyano e/ou as relações transfronteiriças entre o real e o financeiro.

Três implicações vitais para a política econômica decorrem do modelo aqui desenvolvido. Primeiro, um país caracterizado por influxos de moeda estrangeira fortes e persistentes apresenta um grau maior de fragilidade financeira do que um país onde isso não ocorra, independentemente do caráter das relações patrimoniais internas desses países. Assegurar que tais fluxos, na procura de ativos escassos, não criem bolhas de ativos, é apenas política econômica prudente. Vale dizer, uma política de regulamentações dos influxos de capital é uma forma prudente de evitar booms e colapsos nos preços dos ativos.

Segundo, numa economia de boom, um mecanismo central para evitar bolhas de ativos (e subsequentes colapsos) é a manutenção de um setor bancário capaz de direcionar e coordenar os fluxos financeiros, em vez de apenas reagir aos fluxos. Perda desse tipo de capacidade indica que é importante restabelecê-lo;

instituições que dependem da tomada de posições devem ser reconsideradas cuidadosamente no que tange a sua capacidade de afetar os fluxos de recursos dentro da estrutura global da atividade econômica.

Terceiro, se a dinâmica atual de transformação econômica gerar classes de abastados e despossuídos na sociedade japonesa e na coreana, então a recente experiência californiana deve ser motivo de temor. Uma situação de desenvolvimento desigual substituirá o crescimento relativamente igualitário em ambas as nações. Os intermediários financeiros começarão a responder às oportunidades disponíveis de servir clientes abastados, desprezando famílias de baixa renda; podem aglomerar-se em áreas prósperas, enquanto as áreas pobres ficam estagnadas. A regulação social dos bancos, no intuito de assegurar que os intermediários financeiros atendam igualmente às necessidades das famílias e áreas de renda baixa e alta, torna-se importante uma vez que a *marketization* da intermediação financeira é permitida. Uma política como a do *Community Reinvestment Act* nos Estados Unidos garante, sem sobrecarregar as firmas bancárias, que sejam chamadas à responsabilidade: deve exigir-se que as firmas bancárias tenham planos para servir todas as áreas de mercado e todos os seus clientes, não apenas alguns; deve exigir que atividades em áreas de importância central (como a concessão de empréstimos para famílias e pequenas empresas) sejam sistematicamente relatadas; deve permitir que membros da comunidade submetam a exame os relatórios publicados dos bancos, discutam com eles e com agentes governamentais, e pressionem por mudanças de política que expandam o acesso ao crédito e aos serviços bancários.

Gary A. Dymksi, é Professor Associado do *Department of Economics da University of California, Riverside*.

### Referências bibliográficas

- AKYUZ, Y. *The East Asian financial crisis; back to the future?* Genebra: United Nations Commission on Trade and Development, 1998.
- AMDEM, A. *Asia's next giant*. Oxford/New York: Oxford Univ. Press, 1989.
- AZARIADIS, C. *Intertemporal macroeconomics*. Cambridge: Basil Blackwell, 1993.
- BAIROCH, P., KOZUL-WRIGHT, R. *Globalization myths; some historical reflections on integration, industrialization and growth in world economy*. UNCTAD, Mar. 1996. (Discussion Paper, n.113).
- BORDO, M., ITO, T., IWASAKO, T. *Banking crises and monetary policy; Japan in the 1990s and the U.S. in the 1930s*. University of Tsukuba. Institute of Policy and Planning Sciences, 1997. (Mimeo.).
- CHANG, H.-J., PARK, H.-J., YOO, C. G. Interpreting the Korean crisis; financial liberalisation, industrial policy and corporate governance. *Cambridge Journal of Economics*, v. 22, p. 6, 1998.

- CHICK, V., DOW, S. A post-keynesian perspective on the relation between banking and regional development. In: ARESTIS, P. *Post-keynesian monetary economics; new approaches to financial modelling*. Aldershot, England: Edward Elgar, 1988. p.183-218.
- CROTTY, J. Are keynesian uncertainty and macrotheory compatible? Conventional decision making, institutional structures, and conditional stability in Keynesian macromodels. In: DYMSKI, G., POLLIN, R. (Ed.). *New perspectives in monetary macroeconomics; explorations in the tradition of Hyman P. Minsky*. Ann Arbor: Univ. of Michigan Press, 1993.
- \_\_\_\_\_, DYMSKI, G. The Korean crisis. *Z Magazine*, July/Sept. 1998.
- DAVIDSON, P. *Post-keynesian macroeconomic theory*. Aldershot, VT: Edward Elgar, 1994.
- DEMIRGUC-KUNT, A., DETRAGIACHE, E. *Financial liberalization and financial fragility*. Washington, DC: International Monetary Fund. Research Department, June 1998. (IMF Working Paper, n. 98/83).
- DYMSKI, G. A. The theory of bank discrimination and redlining; an exploration. *Review of Black Political Economy*, v. 24, p.37-74, Winter 1995.
- \_\_\_\_\_. Deciphering Minsky's Wall Street Paradigm. *Journal of Economic Issues*, v.31, n. 2, p. 501-8, June 1997.
- \_\_\_\_\_, LI, W., ZHOU, Y. *Ethnobanks and ethnoburbs in Los Angeles country; a framework and initial empirical findings*. Riverside: University of California, Mar. 1998. (Mimeo).
- \_\_\_\_\_, POLLIN, R. Hyman Minsky as Hedgehog; the power of the Wall Street paradigm. In: FAZZARI, S., PAPADIMITRIOU, D. (Ed.). *Financial conditions and macroeconomic performance*. Armonk, NY: M.E.Sharpe, 1993.
- \_\_\_\_\_, \_\_\_\_\_ (Co-ed.). *New directions in monetary macroeconomics; essays in the tradition of Hyman P. Minsky*. Ann Arbor: Univ. of Michigan Press, 1994.
- DYMSKI, G. A., VEITCH, J. M. Financial transformation and the metropolis; Booms, busts and banking in Los Angeles. *Environment and Planning A*, v. 28, n. 7, 1233-1260, July 1996.
- EATON, J., ECKSTEIN, Z. Cities and growth; theory and evidence from France and Japan. *Regional Science and Urban Economics*, v. 27, n. 4/5, p. 443-74, Aug. 1997.
- \_\_\_\_\_, GERSOVITZ, M., STIGLITZ, J. The pure theory of country risk. *European Economic Review*, v. 30, p. 481-513, 1986.
- FARMER, R. *The macroeconomics of self-fulfilling prophecies*. Cambridge: MIT Press, 1993.
- FUJITA, M., TABUCHI, T. Regional growth in postwar Japan. *Regional Science and Urban Economics*, v. 27, n. 6, p. 643-70, Nov. 1997.
- GRANT, J. *Money in the mind; borrowing and lending in America from the Civil War to Michael Milken*. Nova York: Noonday, 1992.

- GUTTENTAG, J., HERRING, R. *Commercial bank lending to less developed countries; from overlending to underlending to structural reform.* Washington, DC: Brookings Institution, June 1984a. (Brookings Discussion Paper in International Economics, 16).
- \_\_\_\_\_, \_\_\_\_\_. Credit rationing and disaster myopia. *Journal of Finance*, 1984b.
- HARDY, D. C., PAZARBA♦IOTOLU, C. *Lending indicators of banking crises; was Asia different?* Washington, DC: International Monetary Fund. Monetary and Exchange Affairs Department, June 1998. (IMF Working Paper, 98/91).
- HENDERSON, J. V. *Economic theory and the cities.* 2. ed. Orlando: Academic Press, 1985.
- KAMINSKY, G., REINHART, C. *The twin crises; the causes of banking and balance of payment crises.* Washington, DC: Board of Governors of the Federal Reserve, Mar. 1996. (International Finance Discussion Paper, n. 544).
- KANEMOTO, Y. The housing question in Japan. *Regional Science and Urban Economics*, v. 27, n. 6, p. 613-41, Nov. 1997.
- KEYNES, J. M. *The general theory of employment, interest and prices.* London: Macmillan Press, 1936.
- KIM, W.-J. *Economic growth, low income and housing in South Korea.* London: Macmillan Press, 1997.
- KINDLEBERGER, C. P. *Manias, panics and crashes.* New York: Basic Books, 1978.
- KON-YA, F. *The rise and fall of the bubble economy; an analysis of the performance and structure of the Japanese stock market.* Sydney, Australia: Macquarie University. Centre for Japanese Economic Studies, Jan. 1994. (Working Paper Series, n.94-2).
- KRUGMAN, P. The myth of Asia's miracle. *Foreign Affairs*, v. 73, n. 6, p. 61-78, Nov./Dec. 1994
- \_\_\_\_\_. Dutch tulips and emerging markets. *Foreign Affairs*, v. 74, n. 4, p. 28-44, July/Aug. 1995.
- \_\_\_\_\_. What happened to Asia? MIT Department of Economics, Jan. 1998.
- MAS-COLELL, A., WHISTON, M. D., GREEN, J. R. *Microeconomic theory.* New York: Oxford University Press, 1995.
- MATSUMOTO, A. *The crisis of the Japanese economy.* 1997. (Ehime University Working Paper).
- MAYER, M. *The greatest-ever Bank Robbery; the collapse of the savings and loan industry.* New York: Charles Scribner's Sons, 1990.
- MCKINNON, R. I.. *Money and capital in economic development.* Washington, DC: The Brookings Institution, 1973.
- \_\_\_\_\_. *The order of economic liberalisation; financial control in the transition to a market economy.* 2. ed. Baltimore: Johns Hopkins University Press, 1993.
- MCWILLIAMS, C. *California; the great exception.* New York: A.A. Wyn Publisher. 1949

- MCWILLIAMS, C. *Southern California; an Island on the Land*. Salt Lake City: Peregrine Smith Books, 1973.
- MINSKY, H. (Ed.). *California banking in a growing economy: 1946-75*. Berkeley, CA: Institute of Business and Economic Research, University of California, 1965a.
- \_\_\_\_\_. Commercial banking and rapid growth in California. In: \_\_\_\_\_. (Ed.). *California banking in a growing economy: 1946-75*. Berkeley, CA: Institute of Business and Economic Research, University of California, 1965b. p. 79-134.
- \_\_\_\_\_. *John Maynard Keynes*. New York: Columbia Univ. Press, 1975.
- NOGUCHI, Y. The 'bubble' and economic policies in the 1980s. *Journal of Japanese Studies*, v. 20, n. 2, p. 291-330, Summer 1994.
- RADELET, S., SACHS, J. *The onset of the East Asian financial crisis*. Harvard University. Harvard Institute for International Development, Mar. 1998. (Mimeo.).
- SACHS, J. Theoretical issues in international borrowing. *Princeton Studies in International Finance*, n.54, July 1984.
- SANTONI, G. J. The great bull markets 1924/29 and 1982/87; speculative bubbles or economic fundamentals? *Federal Reserve Bank of St. Louis Quarterly Review*, Nov. p. 16-29. 1987.
- SHACKLE, G. L. S. *Economics and epistemics; a critique of economic doctrine*. Cambridge: Cambridge Univ. Press, 1972.
- SHIBATA, T. *An evolutionary interpretation of the Japanese depression in the 1990s*. University of Tokyo. Graduate School of Economics, 1998. (Mimeo.).
- SHILLER, R. *Market volatility*. Cambridge: MIT Press, 1989.
- SPIEGEL, M. M. Sterilization of capital inflows through the banking sector; evidence from Asia. *Federal Reserve of San Francisco Economic Review*, n. 3, p. 17-34, 1995.
- STIGLITZ, J. E. The role of the state in financial markets. In: BRUNO, M., PLESKOVIC, B. (Ed.). *Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics*, 1994.
- \_\_\_\_\_. Some lessons from the East Asian miracle. *World Bank Research Observer*, v.11, n. 2, p. 151-77, Aug. 1996.
- \_\_\_\_\_, UY, M. Financial markets, public policy, and the East Asian miracle. *World Bank Research Observer*, v. 11, n. 2, p. 249-76, Aug. 1996.
- THIRLWALL, A. P. Regional problems are balance of payment problems. *Regional Studies*, v. 14, n. 5, 1980.
- TIROLE, J. Asset bubbles and overlapping generations. *Econometrica*, v. 53, p. 1499-1528, 1985.
- WADE, R. *Governing the market*. Princeton: Princeton Univ. Press. 1990
- \_\_\_\_\_, VENEROSO, F. The Asian crisis; the high debt model *versus* the Wall Street-Treasury-IMF complex. *New Left Review*, n. 228, Mar./Apr. 1998.
- YAMAMURA, K. The Japanese political economy after the "bubble"; Plus Ha Change? *Journal of Japanese Studies*, v. 23, n. 2, 291-331, Summer 1997.

YOON, I.-S. *Housing in a newly industrialized economy; the case of South Korea*.  
Brookfield VT: Avebury Publishing Co. 1994.

### Resumo

Este artigo argumenta que as bolhas de ativos podem ser entendidas como o resultado de processos transfronteiriços (*cross-border*) em que a taxa de crescimento dos direitos financeiros sobre ativos de capital excede a taxa de crescimento da produção de ativos reais. Longe de ser um episódio incomum na dinâmica econômica, este tipo de desequilíbrio é uma tendência crônica em economias de boom – ou seja, nações ou regiões dentro de nações que caracteristicamente importam capital e/ou pessoas de outros lugares. Esta interpretação contrasta com outras visões sobre bolhas de ativos, que as consideram anomalias decorrentes de parâmetros de mercado ruins ou de incentivos comportamentais perversos (e evitáveis) nos mercados de crédito. A concepção aqui desenvolvida apóia-se nas idéias de Minsky acerca da fragilidade financeira; estende a concepção de Minsky espacializando-a – ou seja, mostrando que, quando as posições financeiras ultrapassam fronteiras econômicas, emergem tensões que afetam os porta-fólios de forma específica. Curiosamente, esta extensão do conhecido modelo de instabilidade financeira de Minsky utiliza antigos *insights* do próprio Minsky, por ele negligenciados, sobre a importância de relações transfronteiriças no crescimento econômico. Esta perspectiva é então utilizada para avaliar a experiência recente da Califórnia, do Japão e da Coreia; as três regiões são economias de boom que experimentaram bolhas de ativos na última década. A diversidade destas três experiências demonstra que o comportamento das bolhas de ativos na dinâmica econômica depende de aspectos estruturais contingentes a cada economia e a cada ponto no tempo.

Embora explicações plausíveis possam ser sugeridas para muitos dos desdobramentos econômicos e financeiros ocorridos em 1996, eles foram, porém, surpreendentes numa série de aspectos. Os mercados acionários em muitos países subiram de forma acentuada, freqüentemente diante de níveis estagnados de atividade econômica e contínuos patamares de inflação baixa... E os fluxos de capital privado para mercados emergentes ultrapassaram os recordes anteriores por largas margens, com a emissão de títulos internacionais desenvolvendo um papel proeminente. Estes desdobramentos surpreendentes foram o produto de forças econômicas fundamentais ou serão eles revertidos por essas forças no futuro?

Parte de uma resposta sincera é que nós simplesmente não sabemos... a capacidade de explicar e prever deve também ser restringida pelos limites de nosso conhecimento. Há muitos processos econômicos que não conseguimos entender plenamente, em particular na área financeira.

Palavras-chave: Bolhas especulativas; Instabilidade financeira; Minsky, Hyman P.; Crise asiática; Economia regional e urbana.

### Abstract

This paper argues that asset bubbles can be understood as the result of cross-border processes in which the growth rate of financial claims on capital assets exceeds the growth rate of real asset production. Far from being an unusual episode in economic dynamics, this sort of imbalance is a chronic tendency in boom economies – that is, nations or regions within nations that characteristically import capital and/or people from elsewhere. This interpretation contrasts with other views of asset bubbles, which view them as anomalies due to bad market parameters or perverse (and preventable) behavioral incentives in credit markets. The framework developed here builds on Minsky's ideas about financial fragility, and extends Minsky's framework by spatializing it – that is, by showing the special balance-sheet tensions that emerge when financial positions extend across economic borders. Interestingly, this extension of Minsky's well-known financial-instability model is accomplished by making use of Minsky's own earlier, neglected insights into the importance of cross-border relations in economic growth. This perspective is then used to evaluate

the recent experience of California, Japan, and Korea; all three locales are all boom economies that have experienced asset bubbles within the past decade. The diversity of these three experiences demonstrates that how asset bubbles play out in economic dynamics depends on contingent structural features in each economy at each point in time.

While plausible explanations can be suggested for many of the economic and financial developments in 1996, they were nevertheless surprising in a number of respects. Equity markets in many countries rose sharply, often in the face of stagnant levels of economic activity and continuing low levels of inflation... And private capital flows to emerging markets exceeded previous records by wide margins, with international bond issues playing a prominent role. Were these surprising developments the product of fundamental economic forces or, rather, will they be reversed by such forces in the future?

One part of an honest answer is that we simply do not know. ... the ability to explain and predict must also be constrained by the limits of our knowledge. There are many economic processes that we do not fully understand, particularly in the financial area. (67<sup>th</sup> Annual Report, Bank for International Settlements, Basle (9<sup>th</sup> June 1997: 11).

**Key-words:** Asset bubbles; Financial instability; Minsky, Hyman P.; Asian crisis; Regional and urban economics.