

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

**A BOLHA ESPECULATIVA JAPONESA: CONCEPÇÕES TEÓRICAS,  
PERSPECTIVA HISTÓRICA E A CRISE FINANCEIRA**

**Filipe da Cunha de Freitas**

**PORTO ALEGRE  
NOVEMBRO DE 2009**

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

**A BOLHA ESPECULATIVA JAPONESA: CONCEPÇÕES TEÓRICAS,  
PERSPECTIVA HISTÓRICA E A CRISE FINANCEIRA**

Trabalho de Conclusão de Curso  
apresentada ao Programa de Graduação  
em Ciências Econômicas da Universidade  
Federal do Rio Grande do Sul como  
requisito para obtenção do grau de  
Bacharel.

Orientador: Prof. Dr. André Moreira Cunha

**PORTO ALEGRE  
NOVEMBRO DE 2009**

## SUMÁRIO

<b>1. INTRODUÇÃO.....</b>	<b>5</b>
<b>2. ASPECTOS TEÓRICOS.....</b>	<b>8</b>
2.1 O assunto geral “crises econômicas”: especificações e formas.....	8
2.2 Modelo explicativo e explicações teóricas: as concepções de Minsky e Keynes.	10
2.3 Racionalidade.....	14
2.3.1 Formação de expectativas.....	14
2.3.1.1 Expectativas adaptativas.....	15
2.3.1.2 Expectativas racionais.....	16
2.3.2 Mecanismos de incentivos e a execução dos contratos.....	16
2.3.2.1 Seleção adversa.....	17
2.3.2.2 Risco moral.....	19
2.3.3 Fragilidade financeira.....	21
2.4 Ações e reações do sistema: questões estruturais.....	22
2.5 Como uma crise financeira afeta o lado real da Economia?.....	24
<b>3 PERSPECTIVA HISTÓRICA.....</b>	<b>30</b>
3.1 Da Restauração Meiji ao Imperialismo (1868-1913).....	30
3.2 Do Imperialismo à ocupação americana.....	35
3.3 Da ocupação americana à globalização financeira.....	36
3.3.1 Da ocupação americana à liberalização comercial (1945-1964).....	36
3.3.2 A retomada da hegemonia americana e a formação da bolha especulativa....	40
<b>4. A CRISE FINANCEIRA JAPONESA.....</b>	<b>44</b>
4.1 O desenvolvimento.....	44
4.1.1 Contexto.....	44

4.1.2 Desregulamentação financeira.....	48
4.1.2.1 A liberalização dos mercados de títulos.....	49
4.1.2.2 A liberalização das taxas de juros.....	54
4.1.2.3 A remoção do controle de capitais.....	55
4.2 A sustentação.....	57
4.2.1 A política monetária.....	57
4.2.2 Valores no mercado acionário japonês.....	58
4.2.3 Manipulação no mercado acionário japonês.....	59
4.3 Os efeitos da bolha.....	60
4.4 O estouro da bolha.....	60
4.5 Os impactos econômicos.....	61
4.6 A década perdida.....	62
4.7 Resolvendo a crise bancária.....	66
<b>5. CONCLUSÃO.....</b>	<b>69</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>71</b>

## 1. INTRODUÇÃO

O Japão é tido como um país modelo para muitas nações. Esse país tem como base cultural a associação de valores como lealdade, sabedoria, preservação cultural, organização social e senso de hierarquia.

No que tange ao desenvolvimento econômico, o Japão é um exemplo de nação que promoveu sua industrialização em um momento historicamente tardio, mas que veio a se tornar uma grande potência econômica de forma bastante precoce. Esse processo teve início após a Restauração Meiji, que pôs fim ao xogunato, regime que já durava 250 anos.

Após resolver o problema das contas externas, dos chamados tratados infames e derrotar a Rússia em uma guerra, o Japão emergiu como potência econômica, consolidando essa posição durante a Primeira Guerra Mundial. De fato, já na década de 60, o Japão era a segunda maior economia do bloco capitalista.

Não obstante, após décadas de forte desenvolvimento e crescimento econômico, em que a economia superou os dois choques do petróleo, as altas das taxas de juros praticadas pelos Estados Unidos em fins da década de 70, e a forte valorização do iene em 1985, o Japão mergulhou em uma profunda crise econômica, que chama atenção por sua longa duração (seus efeitos são sentidos até hoje) e pelo fato de a economia não ter respondido aos estímulos promovidos pelas autoridades.

Este trabalho propõe-se a investigar essa crise, desencadeada no final da década de 80. Para tanto, o projeto dividir-se-á em três partes. A primeira destinada a analisar os aspectos teóricos de crises econômicas procura, em

geral, definir os mecanismos que servem para embasar as hipóteses a serem testadas. A segunda centra-se na perspectiva histórica da economia japonesa, da Restauração Meiji (1868) ao surgimento da bolha especulativa, e tenciona mostrar como o Japão tornou-se uma economia forte no cenário internacional e em que condições se deu esse progresso, iniciado em 1868. A terceira é inteiramente dedicada ao estudo histórico do caso japonês, sendo dividida em sete partes: desenvolvimento, sustentação, efeitos, estouro (da bolha), impactos, a década perdida e a resolução da crise bancária. Essa divisão evidencia todos os aspectos centrais da crise, do surgimento às conseqüências.

O objetivo do trabalho é estudar a crise da economia japonesa, evidenciando aspectos da teoria macroeconômica (centrados na análise de Keynes e Minsky) e noções de racionalidade (dos agentes e dos mercados), explorando, também, os mecanismos que fazem crises financeiras afetarem o lado real da economia. Dar-se-á, também, ênfase aos aspectos estruturais da crise em questão.

Partindo dessas análises, explicitar-se-á que o sistema econômico japonês tornou-se muito desregulamentado e com instituições fracas, ou seja, era um sistema irracionalmente coeso, que sustentou, endogenamente, a formação de uma bolha especulativa auto-alimentada, que se manteve enquanto as condições macroeconômicas permitiram.

Quando do estouro dessa bolha, objetiva-se demonstrar que as ações governamentais não surtiram efeito – e nem poderiam, pois a economia japonesa encontrava-se em uma conjuntura com deflação e “armadilha da liquidez”.

O trabalho em questão assume maior importância quando se leva em consideração a atual conjuntura da economia global. A “Crise Subprime” trouxe à tona elementos já vivenciados na crise japonesa: excesso de desregulamentação, especulação no mercado imobiliário, a irracionalidade dos mercados (conseqüência da falta de regulação), problemas de credibilidade nas instituições e nos governos, além de a crise atual também afetar o lado real da economia. Nessa acepção, o entendimento da crise japonesa na sua plenitude tende a ajudar a compreensão dos fenômenos atualmente vivenciados.

Ademais, esta análise justifica-se, também, por dar atenção a uma crise de longa duração, que suscita questões importantes e de ampla análise na

Economia, tais como a intervenção governamental, os problemas estruturais no arcabouço institucional das nações que potencialmente contribuem para a emergência e/ou agravamento de crises financeiras, a integração entre o lado real e o lado monetário da economia, além do papel das expectativas e da confiança dos agentes econômicos e das concepções de eficiência dos mercados para a compreensão dos fenômenos financeiros.

## 2 ASPECTOS TEÓRICOS

Este capítulo tem por objetivo expor os referenciais teóricos que servirão de base para o estudo da crise da economia japonesa, desencadeada pelo estouro de uma bolha especulativa no início da década de 1990.

A primeira seção será destinada a explicar, sucintamente, o termo “crise” e expor algumas questões pertinentes, as quais serão desenvolvidas de maneira pontual ao longo do presente trabalho.

A segunda seção destina-se a expor um referencial teórico, o qual, ao desenvolver um pouco a crise japonesa, será analisada sob uma perspectiva *à la* Keynes e Minsky, sustentadas, portanto, por incerteza e fragilidade financeira. Deve-se ressaltar, ainda, que, ao tratar do caso específico de ocorrência simultânea de armadilha pela liquidez e deflação, usa-se o referencial teórico da Segunda Síntese Neoclássica, promovida por Hicks e Hansen, a partir da análise que tais autores fizeram da *Teoria Geral*, de Keynes. Apesar de se tratar de um referencial que desvirtuou um pouco a interpretação de Keynes, o modelo IS-LM serve como base para expor a inoperância da política econômica diante do cenário proposto.

Após o desencadeamento da crise, torna-se necessário expor os obstáculos econômicos associados à execução dos contratos (risco moral e seleção adversa), pois tais óbices contribuem para o prolongamento da crise. Tais aspectos serão abordados da terceira seção, a qual tenciona evidenciar que os agentes, embora sejam racionais individualmente, podem não levar o mercado agregado ao seu melhor arranjo.

A quarta seção será destinada a tratar algumas questões estruturais, as quais estão associadas à resolução da crise japonesa. Será dada ênfase ao sistema bancário.

A última seção destinar-se-á a expor os mecanismos de transmissão dos efeitos financeiros ao longo da cadeia econômica. Questões como ações do governo e liberalização financeira serão abordadas nessa seção.

## **2.1 O ASSUNTO GERAL “CRISES ECONÔMICAS”: ESPECIFICAÇÕES E FORMAS**

O desempenho de uma economia passa por flutuações no curto prazo. Normalmente, no médio prazo, as economias voltam ao normal. Entretanto, existem casos extremos em que uma crise perdura, de modo que a economia mantém-se por muito tempo abaixo daquilo que é considerado normal.

O termo “crise”, conforme exposto por Blanchard (2007), está associado a momentos em que a economia apresenta um longo período de crescimento baixo ou nulo, diferenciando-se, portanto, das depressões, por estas serem menos longas e mais profundas.

Sandroni (2005) expõe várias formas de crises econômicas. Na economia clássica, as crises são a representação de um desequilíbrio entre produção e consumo, sendo que aqueles estão mais ligados às economias pré-capitalistas, ao passo que estes, às economias capitalistas. A teoria marxista, por sua vez, associa as crises ao conceito de mais-valia, evidenciada na tendência de o capital concentrar-se cada vez mais em poucas mais e também à pauperização relativa da classe trabalhadora. É essa tendência que faz os adeptos dessa concepção teórica defenderem que as crises tornam-se cada vez mais freqüentes e fortes, o que fazer o sistema tender à ruptura. Há, ainda, as teorias mais modernas de conjuntura, as quais denominam a fase de crise de depressão. Nessas abordagens, o desenvolvimento econômico é entendido como um processo cíclico, dividido em várias fases, com pontos de mudança nas partes inferior e superior do ciclo.

Partindo dessa concepção moderna, Kindleberger (1992) defende que as crises financeiras, mais especificamente, estão associadas com os ápices dos ciclos econômicos. Essa análise mostrou-se coerente com o que fora verificado no caso japonês, país que, conforme explicitado por Canuto, passou por uma forte crise, resultante do esgotamento estilo japonês de crescimento com endividamento.

As crises financeiras, mais especificamente, evidenciam uma ruptura no sistema financeiro, de modo que os problemas de risco moral e seleção adversa assumem dimensões deletérias, de modo que o sistema se torna incapaz de direcionar recursos de forma eficiente, inibindo, assim, o consumo e o investimento.

É importante salientar, também, a natureza da crise econômica, isto é, se a sua causa é endógena ou exógena. As crises endógenas são definidas como aquelas geradas no seio do sistema econômico, como crises de superprodução, crises de crédito ou crises especulativas, por exemplo. Analogamente, as crises exógenas estão associadas a variáveis não-econômicas, como guerras, desastres naturais e epidemias.

Quando uma crise faz-se presente, várias são as questões que se levantam: quais foram suas causas? As autoridades devem (ou não) intervir? Qual é (se existir) o último recurso? As respostas a essas perguntas passam pelo entendimento profundo da crise, de como ela se origina, como se perpetua, quais as variáveis afetadas (direta e indiretamente) e como afetam o lado real da economia.

## **2.2 MODELO EXPLICATIVO E EXPLICAÇÕES TEÓRICAS: AS CONCEPÇÕES DE MINSKY E KEYNES**

Vários são os modelos passíveis de explicarem essas crises. Para crises associadas a ciclos, por exemplo, Kindleberger (1992) define quatro tipos de ciclos: o ciclo de Kitchin, baseado no ritmo no ritmo das flutuações de balanços empresariais; o ciclo Juglar, relacionados a investimentos empresariais em instalações e equipamentos; o ciclo de Kuznetz, relativo a mudanças na

população durante gerações e conseqüente aumento e que da na construção de habitações; e o ciclo de Kondratieff, desencadeado por grandes invenções.

Conforme Kindleberger (1992) explicita, a história econômica e financeira encontra forte respaldo explicativo no teórico Hyman Minsky, para quem o sistema financeiro é instável, frágil e propenso a crises. Trata-se de um modelo com ênfase na instabilidade inerente ao sistema de crédito.

Em uma economia sustentada pelo crédito, as condições financeiras são fundamentais para o bom financiamento do sistema. Partindo dessa concepção, Minsky assume a endogeneidade da oferta de meio de financiamento através das inovações financeiras, decorrentes da interação entre os bancos e os clientes e da diversidade de instrumentos financeiros existentes.

Nessa acepção, a fragilidade financeira está associada ao grau de prudência financeira dos agentes econômicos, os quais são divididos em três categorias: *hedge*, especulativo e Ponzi. O primeiro se caracteriza por posições financeiras cobertas, isto é, em que as entradas monetárias esperadas superam o endividamento; o segundo alterna situações cobertas de endividamento com situações descobertas; o terceiro caracteriza-se por situação líquida de investimento negativa, ou seja, as entradas esperadas de recursos não superam as saídas monetárias.

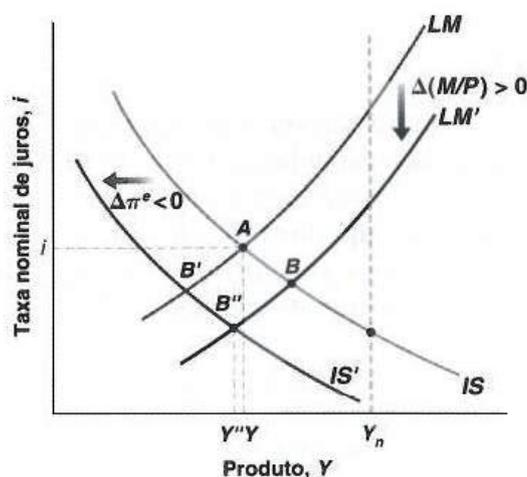
Minsky defende que a instabilidade é inerente ao sistema. Essa lógica decorre da própria ação bancária, especulativa por natureza – afinal, o lucro dos bancos e das instituições financeiras dependem da concessão de empréstimos a longo prazo, na base da tomada de empréstimos a curto prazo (depósitos). Na medida em que os bancos continuam financiando os investimentos com menor margem de segurança – já que precisam de dinheiro no curto prazo – o número de unidades econômicas endividadas aumenta e a composição das unidades endividadas em relação ao total de agentes da economia aumenta, o sistema torna-se mais frágil. Dito em outras palavras, agentes *hedge* tendem a se tornar *especulativos*, e esses tendem a se tornar *Ponzi*.

Portanto, a instabilidade do sistema é sustentada pela subjetividade dos agentes, em função da incerteza, e é chancelada, não só pelos bancos (que continuam emprestando devido às necessidades de moeda no curto prazo, através de inovações financeiras), mas também pelo Banco Central, o qual, na

posição de emissor da moeda de curso legal, poderia dirimir essa instabilidade através de uma política de elevação na taxa de juros, que desincentiva novos investimentos.

Existem, ainda, dois mecanismos muito bem analisados por Hicks e Hansen, e que desempenharam um papel muito importante na crise japonesa: os efeitos adversos da deflação e a armadilha da liquidez.

Um dos aspectos que pode fazer a economia não se equilibrar no médio prazo é a deflação, e o modelo IS-LM representa um ótimo mecanismo explicativo. Inicialmente, deve-se explicar que as decisões de gasto (importantes na relação IS) são afetadas pela taxa real de juros (que é igual à taxa nominal de juros menos a inflação esperada); a demanda por moeda, porém, é influenciada pela taxa nominal de juros (importante na relação LM). A implicação dessa distinção pode ser explicada através da figura 1.



**Figura 1**

fonte: Blahnchard, 2007

Inicialmente, supõe-se que a economia parta do ponto A. Como o produto está abaixo do seu nível natural, a inflação cai. Essa queda do nível de preços tem dois efeitos: por um lado, aumenta o estoque real de moeda, deslocando a curva LM para baixo, de LM para LM' – o que tende a aumentar o produto. Por outro lado, entretanto, a diminuição da inflação diminui a inflação esperada. Logo, para uma dada taxa nominal de juros, a taxa real de juros aumenta (já que a inflação esperada diminui). Isso leva a gastos menores e, portanto, a um produto menor. É o que desloca a curva IS de IS para IS'.

Analisando-se esses efeitos de formas individuais, isto é, como se cada um deles fosse o único, a primeiro leva a economia de A para B, e o segundo, de A para B'. Entretanto, o efeito líquido desses deslocamentos pode gerar uma redução no produto (o que equivale, no gráfico, ao deslocamento de A para B''). Portanto, torna-se evidente que a recessão inicial pode se tornar uma depressão profunda.

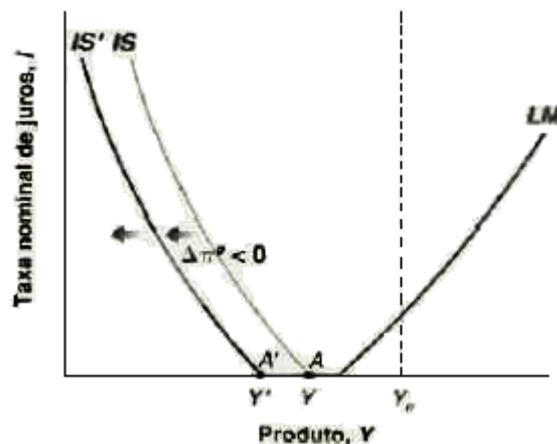
Essa situação, intuitivamente, pensa-se, pode ser resolvida com uma política monetária expansionista. Aparentemente, é uma proposição coerente. Contudo, é limitada pelo fato de que a taxa nominal de juros não pode ser negativa. Essa concepção remete a outro aspecto importante descrito por Keynes: a armadilha pela liquidez.

A lógica por trás desse mecanismo está na análise da demanda por moeda. Essa variável é uma função decrescente da taxa nominal de juros, de modo que, quanto menor a taxa nominal de juros, maior a demanda por moeda – e menor a demanda por títulos. Quando a taxa nominal de juros é igual a zero, se as pessoas retêm dinheiro suficiente para suas transações, elas são indiferentes entre reter o restante do montante de riqueza em moeda ou em títulos, pois nenhuma das formas rende juros. Portanto, a curva que representa a demanda por moeda assume a posição horizontal, de modo que aumentos adicionais na oferta de moeda não afetam a taxa nominal de juros. Logo, a política monetária torna-se ineficiente para conduzir a economia a uma retomada no nível do produto.

Deve-se ratificar que as decisões de gasto dependem da taxa real de juros. Portanto, a combinação de uma taxa de juros nominal igual a zero e uma inflação negativa (que implicam em uma taxa real de juros positiva) tende a gerar um círculo vicioso – e foi exatamente isso que aconteceu na crise japonesa.

Esse círculo vicioso (representado na figura 2) pode ser explicado da seguinte maneira: a economia encontrava-se em recessão (e abaixo do produto natural) e com taxas de juros próximas a zero. Como a política monetária não poderia resolver o problema, a situação se mantinha, e a taxa de deflação (esperada e efetiva) aumentava, o que agravava a recessão e mantinha a política econômica inoperante. Ou seja, o produto baixo gerava mais deflação, que, por

consequente, leva a uma taxa real de juros maior e a um produto ainda menor – e não há o que a política monetária possa fazer.



**Figura 2**

fonte: Blanchard, 2007

## 2.3 RACIONALIDADE

Muitas crises estão associadas (e é o caso da crise japonesa) à desregulamentação do mercado financeiro. Essa estrutura deve ser entendida com base na análise da racionalidade dos agentes e dos mercados.

Primeiramente, deve-se ressaltar que não existe uma divisão prática entre os âmbitos micro e macroeconômico. Os agregados econômicos refletem ações individuais e, em sendo assim, os micro-fundamentos e os conceitos da microeconomia não podem ser desprezados. Logo, faz-se necessário destacar, primeiramente, alguns conceitos básicos que pontuam a atividade econômica.

### 2.3.1 FORMAÇÃO DE EXPECTATIVAS

Não são poucas as variáveis que influenciam a tomada de uma decisão (seja ela econômica ou não). De qualquer forma, é fato que os agentes, de um modo geral, não tomam ações só com base em um presente concreto. Eles também podem dispor do uso de informações acerca do passado, como também projetar um futuro esperado.

Nesse sentido, faz-se necessário diferenciar os modelos de formação de expectativas estilizados pela teoria macroeconômica. Inicialmente, as expectativas foram tratadas pela teoria econômica sob a forma do *animal spirit*, termo utilizado por Keynes em *Teoria geral do emprego, do juro e da moeda* para defender a tese de que as variações no investimento não podiam ser explicadas através de modelos matemáticos, de modo que tais variações representariam um resultado de instintos animais e desejos dos empreendedores. Dito em outras palavras, as mudanças nas expectativas eram consideradas importantes, mas inexplicáveis. (Sandroni, 2005. Blanchard, 2007).

A partir da década de 70, dois foram os padrões de formação de expectativas que se mantiveram no debate econômico: as expectativas adaptativas e as expectativas racionais.

### **2.3.1.1 EXPECTATIVAS ADAPTATIVAS**

Conceito induzido por Milton Friedman, representa o cenário em que os agentes formam expectativas baseando-se apenas no comportamento passado da variável que desejam prever. Sob a argumentação das expectativas adaptativas, a lógica do raciocínio centra-se no fato de que os indivíduos movem-se pela intuição de que mesmas situações geram sempre as mesmas respostas e, portanto, os mesmo resultados.

As expectativas adaptativas têm a vantagem de ser relativamente diretas, podendo ser trabalhadas como regra empírica. O ajuste de previsão dá-se sob a forma de correção da expectativa anterior. Se, por exemplo, a expectativa em um dado período tenha se verificado baixa, as pessoas ajustavam sua expectativa futura da variável, compensando esse erro.

Entretanto, elas se verificam coerentes apenas em momentos em que a variável estudada encontra-se estável e, de repente, sobe. Isso implica que, se a variável apresentar uma tendência (de alta ou de baixa), a previsão pode subestimar ou superestimar seu verdadeiro valor, sem que se verifique qualquer reação a esse padrão óbvio.

Por conseguinte, o mecanismo de ajustamento parcial de expectativas adaptativas é mais plausível em um universo no qual alterações do nível da variável estudada são aleatórias, do que em um contexto de variações repentinas.

Portanto, as expectativas adaptativas podem fazer sentido em uma economia na qual as variações do parâmetro estudado dão-se de uma forma aleatória. Representam um avanço nas teorias de equilíbrio estático, em que a análise centra-se na análise de distúrbios exógenos não antecipados, que podem ser interpretados como tendo uma distribuição aleatória, mesmo antes de ocorrerem. Nesse contexto, essas expectativas são apropriadas.

Conforme exposto em Blanchard (2007), foi no início da década de 70 que o conceito de expectativas foi repensado. Liderados por Robert Lucas e Thomas Sargent, discutiu-se a formação das expectativas na Economia. Surgia a noção de expectativas racionais.

### **2.3.1.2 EXPECTATIVAS RACIONAIS**

Blanchard (2007) define expectativas racionais como “a hipótese de que pessoas, empresas e participantes dos mercados financeiros formem expectativas ao avaliar o curso da política futura esperada analisando as implicações para o futuro, a taxa de juros futura, e assim por diante”.

Dito em outras palavras, sob expectativas racionais, os agentes analisam todas as informações disponíveis e vislumbram todos os cenários decorrentes de cada uma das possíveis ações. Para esse padrão de formação de expectativas, os erros se anulam ao longo do tempo (isto é, o valor esperado do erro aleatório é igual a zero). Uma implicação fundamental dessa hipótese é que (ao contrário do que acontece com as expectativas adaptativas) não há espaço para erros sistemáticos.

Conforme Branson (2001), “os que formam as suas expectativas racionalmente, respeitam a lei das expectativas repetidas porque utilizam toda a informação disponível e incorporam, à medida que surgem, todas as ‘novidades’”.

## 2.3.2 MECANISMOS DE INCENTIVOS E A EXECUÇÃO DOS CONTRATOS

As assimetrias de informação são bastante comuns em vários mercados. Isso significa que demandantes e ofertas não possuem as mesmas informações sobre os produtos transacionados. As assimetrias de informação são consideradas falhas de mercado, pois a sua existência pode impedir que um mercado consiga atingir seu nível máximo de eficiência.

No que tange à execução dos contratos, a problemática da assimetria de informação mostra-se presente tanto antes da assinatura do contrato, quanto depois. Antes do acordo, tem-se o que a literatura chama de “seleção adversa”; após, o problema é chamado de “risco moral”.

### 2.3.2.1 SELEÇÃO ADVERSA

O problema da seleção adversa torna-se evidente quando se estuda o mercado de carros usados. Nesse mercado, definem-se dois tipos de carros: os “limões<sup>1</sup>” e os “pêssegos<sup>2</sup>”.

Supondo-se que um mercado de carros usados possua 100 pessoas que queiram vender seus veículos e 100 pessoas decidias a comprá-los, e que 50 carros são considerados “limões” e 50 são considerados “pêssegos”. Todos sabem que 50 carros são bons e 50 carros são ruins, mas apenas os atuais proprietários sabem em qual categorização seu veículo se enquadra.

Supõe-se, também, que os compradores estejam dispostos a vender os “limões” a R\$ 1.000,00 e os “pêssegos” a R\$ 2.000,00, e que os compradores estejam dispostos a pagar até R\$ 1.200,00 por um limão e R\$ 2.400,00 por um pêssego.

Essas suposições iniciais levam ao seguinte cenário: como os compradores não sabem *ex-ante* se um carro qualquer é um limão ou um

---

<sup>1</sup> “Limões” é o termo popular utilizado nos Estados Unidos para denotar um automóvel de segunda mão que apresenta sérios problemas, que só são descobertos após a compra do carro.

<sup>2</sup> “Pêssego” é o termo popular utilizado nos Estados Unidos para denotar um automóvel de segunda mão em ótimas condições.

pêssego, eles acabam dispostos a pagar por um veículo seu valor esperado, a saber:  $0,5 * 1200 + 0,5 * 2400 = R\$ 1.800,00$ .

Decorre disso que apenas os vendedores de “limões” estão dispostos a vender seu carro usado por esse preço. Nesse contexto, os compradores sabem que, se alguma transação vier a ocorrer, será na compra de um carro ruim.

A origem dessa falha está em uma externalidade entre os vendedores de carros bons e de carros ruins. Um indivíduo qualquer, ao tentar vender um carro ruim, afeta negativamente a percepção do mercado sobre a qualidade média do carro. Por conseguinte, diminui o preço médio que as pessoas estão dispostas a pagar por um carro usado, o que prejudica os vendedores de carros bons. É essa externalidade que cria a falha de mercado. Portanto, a seleção adversa tem por característica expulsar os bons carros do mercado.

O problema dos “limões” também acontece no mercado de títulos de dívidas e ações. Se um potencial comprador de títulos não conseguir identificar a diferença entre boas firmas com altos lucros esperados e baixo risco; e firmas ruins, com baixos lucros esperados e risco elevado, ele estará disposto a pagar o preço médio entre os títulos, e esse preço subvaloriza os títulos das firmas boas. Em sendo assim, apenas títulos de firmas ruins devem ser transacionados. Como o investidor não deseja títulos de firmas ruins, ele optará por não adquirir títulos.

O que se verifica, então, é que o problema da seleção adversa impede que os mercados de títulos de dívida e de ações sejam eficientes na canalização dos recursos dos poupadores para os tomadores de empréstimos.

Existem, evidentemente, métodos para se resolver os problemas da seleção adversa (ou seja, eliminar a informação assimétrica), devendo-se destacar quatro deles: (1) produção privada e venda de informação; (2) regulamentação do governo; (3) intermediação financeira e (4) garantia e patrimônio líquido.

No que diz respeito à produção privada e venda de informação, a forma de dirimir o problema da assimetria passa pela existência de companhias privadas que colem e produzam informações, as quais tornem passíveis aos compradores de títulos a distinção clara entre firmas boas e firmas ruins. Essa medida não resolve plenamente o problema devido ao comportamento *free rider*,

caracterizado pelo fato de que indivíduos que não pagam pela informação obtêm vantagem da informação pela qual outras pessoas pagaram.

A possibilidade de o governo regulamentar o mercado de títulos tem por objetivo criar mecanismos de incentivos para que as firmas divulguem informações honestas sobre si, para que os investidores possam determinar se elas são boas ou ruins.

A intermediação financeira também é uma forma através da qual se pode reduzir o problema da seleção adversa. Os intermediários financeiros, como os bancos, por exemplo, possuem muitas informações sobre os agentes que transacionam com ele. Em sendo assim, pode-se inferir que os bancos são capazes de distinguir as boas firmas das ruins. Portanto, o direcionamento dos recursos pode ocorrer de uma forma mais eficiente. Deve-se ressaltar que isso torna-se viável na medida em que os bancos conseguem evitar o comportamento *free rider*, ao realizarem empréstimos privados, em vez de comprarem títulos que são negociados no mercado aberto.

Por último deve-se considerar a ação da garantia e patrimônio líquido como forma de reduzir o efeito das assimetrias de informação. A garantia, propriedade prometida ao prestador caso o tomador de empréstimo não venha a honrar seu compromisso, reduz os prejuízos do prestador (caso se configure a situação de inadimplência). No que diz respeito ao patrimônio líquido, a análise é bem simples: quanto maior o patrimônio líquido de uma empresa, menor é a probabilidade de inadimplência, haja vista que a firma possui ativos que podem ser utilizados para pagar o empréstimo.

### **2.3.2.2 RISCO MORAL**

Pindyck (2006) caracteriza risco moral como sendo um fenômeno que ocorre “quando uma parte apresenta ações que não são observadas e que podem afetar a probabilidade ou magnitude de um pagamento associado a um evento”.

Novamente, um exemplo faz-se pertinente para explicar esse fenômeno. No mercado de seguros, por exemplo, pode ocorrer a seguinte situação: um indivíduo que adquira um seguro contra o roubo de sua bicicleta pode, após

assinar o contrato que assegura seu bem, não se preocupar mais em trancar sua bicicleta – ou usar uma tranca mais leve. Obviamente, a possibilidade de uma bicicleta ser roubada é maior se o proprietário não a trancar. As seguradoras são obrigadas a pensar nesses comportamentos ao formularem os seguros.

Pode-se inferir, portanto, que um indivíduo que adquire um seguro e não pode ser monitorado pela seguradora pode agir de modo a aumentar a probabilidade de um acidente ou dano ocorrer. Nessa acepção, o seguro cria um incentivo para que o segurado seja menos cuidadoso do que seria se não possuísse um seguro. Varian (2006) expõe o dilema: “seguro de menos significa que as pessoas suportam muito risco; seguro demais significa que as pessoas tomarão pouco cuidado”.

O risco moral também ocorre também ocorre no mercado de ações. O padrão organizacional das empresas define um tipo de contrato de participação acionária em que a propriedade e o controle da empresa estão plenamente separados. O risco moral surge na medida em que os gerentes em controle podem agir em interesse próprio, e não de acordo com os interesses dos acionistas proprietários. Novamente, a origem do problema está na assimetria de informação, afinal, um gerente sempre tem mais informações sobre suas atividades do que o acionista.

Existem, basicamente, quatro instrumentos para ajudar a resolver o problema de risco moral: (1) monitoramento; (2) regulamento do governo para aumentar informação; (3) intermediação financeira; e (4) contratos de dívida.

Uma das medidas que os acionistas podem tomar para reduzir o risco moral é o monitoramento das atividades da firma, através de auditorias freqüentes. Esse instrumento encontra dois óbices para o seu desenvolvimento: em primeiro lugar, trata-se de uma medida contabilmente custosa. Em segundo lugar (como consequência do primeiro), esses custos estão sujeitos ao comportamento *free rider*, ou seja, acionistas que sabem que outros acionistas estão pagando para monitorar as atividades da empresa acabam se aproveitando das informações pelas quais não pagou. Se todos os acionistas agirem dessa forma, nenhum estará disposto a despender recursos para monitorar as ações da firma, que continuará sem ser monitorada.

O regulamento do governo existe sob a forma de leis que forçam as empresas a aderirem a princípios contábeis padrões, que tornam fácil a verificação de lucros. Há, ainda, leis que impõem penas duras a indivíduos que cometem fraudes por esconder ou roubar lucros.

Conforme exposto anteriormente, os intermediários financeiros têm a capacidade de evitar o problema do comportamento *free rider*. Firms de capital de risco, ao agruparem os recursos de seus sócios e utilizarem fundos para ajudar empresários principiantes a montarem seus negócios, recebem partes das ações no novo negócio. Como a verificação dos lucros é uma variável importante na eliminação do risco moral, as firmas de capital de risco insistem em ter pessoal próprio participando na gerência da firma, a fim de que possam controlar de perto as atividades da empresa.

Por último, os contratos de dívida surgem como forma de diminuir o número de cenários nos quais o risco moral é passível de acontecer – o que reduz a necessidade de monitoramento. Tais contratos são caracterizados por ser um acordo em que o tomador de empréstimo deve pagar ao prestador quantias fixas em unidades monetárias em intervalos regulares. O prestador só precisa verificar os lucros da firma no caso de inadimplência (logo, não há a necessidade de monitoramento freqüente, o que torna os contratos de dívida menos custosos do que os contratos acionários).

### **2.3.3 FRAGILIDADE FINANCEIRA**

As crises financeiras evidenciam alguma ruptura no sistema financeiro. Ao causarem um aumento brusco nos problemas de seleção adversa e risco moral, faz que os mercados sejam incapazes de canalizar de forma eficiente os recursos dos poupadores para os agentes com possibilidade de investimento produtivo.

No caso das manias especulativas, Minsky *apud* Kindleberger (1992) defende a existência de uma irracionalidade relacionada ao excesso de otimismo dos indivíduos, ou seja, quando as expectativas são confiantes, os portfólios parecem mais atraentes e as instituições financeiras, afrouxando suas margens

de segurança, aceitam estruturas financeiras que teriam sido rejeitadas em outras ocasiões. Nessa acepção, a alta do mercado entra em um círculo vicioso.

A especulação financeira desenvolve-se em dois estágios. No primeiro, o investimento é controlado e os protagonistas respondem a desordenamentos<sup>3</sup> de modo limitado e racional; no segundo, os ganhos em capital desempenham um papel predominante.

A existência desses dois estágios consubstancia-se na existência de dois grupos de especuladores: os *insiders* e os *outsiders*. Os *insiders* são entendidos como desestabilizadores, pois, ao venderem (no ápice) aos *outsiders*, elevam os preços do ativo transacionado. Os *outsiders*, por sua vez, compram nessa fase e vendem em baixa, quando os *insiders* estão abandonando o mercado.

A especulação desses grupos leva, ocasionalmente, a manias e pânico, mesmo quando o comportamento individual parece ser racional (seria racional se não fosse pelo fato de que todos os agentes acabam se comportando da mesma maneira). É a intitulada falácia da composição, em que o todo não é igual à soma das partes que o compõem. Nesses casos, os agentes, ao maximizarem suas utilidades individuais, não se preocupam com a sustentabilidade de longo prazo do sistema, ou seja, os indivíduos são racionais, e os mercados são irracionais.

## 2.4 AÇÕES E REAÇÕES DO SISTEMA: QUESTÕES ESTRUTURAIS

Na Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda (1936), Keynes explica uma das grandes lições aprendidas com a crise de 1929: em períodos de crises econômicas, o governo pode fazer uso da política econômica para fazer a economia superar a crise. Entretanto, consoante exposto por Blanchard (2007), a economia japonesa não se mostrou sensível às políticas fiscal e monetária que o governo efetuou, não só pelo já explicado caso de ocorrência concomitante de deflação e armadilha pela liquidez, mas também pelos óbices oriundos da perda de credibilidade que se seguiram a uma série de políticas ineficientes.

Entretanto, essa combinação de fatores é parte da explicação da situação econômica japonesa. Mais do que problemas conjunturais, a crise financeira

---

<sup>3</sup> Kindleberger define desordenamento como “algum evento exterior que muda os horizontes, expectativas, oportunidades de lucro, comportamentos”.

japonesa teve seus efeitos negativos potencializados, sobretudo, por problemas estruturais, os quais estão intimamente ligados a uma coesão irracional que os mantinha.

A bolha especulativa desvirtuou os preceitos sob os quais se assentava o capitalismo oriental (tão diferente do ocidental), de modo que se criou um sistema bastante desregulamentado. Esse processo de liberalização no Japão iniciou-se na década de 70, e se intensificou na década de 1980, quando surgiu a necessidade de o país atuar na promoção do giro do excedente do seu capital acumulado graças à união de crescentes superávits comerciais e elevada taxa de poupança.

Dentre algumas liberalizações, convém ressaltar: (1) a concessão para que os bancos japoneses determinassem suas próprias taxas de juros sobre grandes contas de depósito; (2) a inserção de bancos estrangeiros no ramo *trust banking* (atividades bancárias, negócios fiduciários e poupança); e (3) o acesso das empresas japonesas aos mercados de eurobonds, que veio a facilitar a especulação *zaitech* (engenharia financeira).

Esse terceiro ponto, nas palavras de Chancellor (2001), “criou uma circularidade absurda: quanto mais rápido subiam as ações japonesas, mais valiam as warrant bonds – e quanto maior o preço alcançado pelas warrant bonds, mais depressa subiam as ações”. Ademais, para os casos em que esses títulos fossem emitidos em dólar, os quais seriam trocados por ienes no mercado de swaps, o pagamento de juros tornava-se negativo, dada a expectativa de valorização da moeda japonesa. Como o dinheiro das warrant bonds emitidas podia ser investido diretamente no mercado acionário ou posto em uma conta *eygyo tokkin* com alto retorno garantido, a *Zaitech* era em um jogo sem perdedores. Como consequência, o mercado de capitais do Japão cresceu muito, a ponto de algumas empresas sequer se importarem com a redução de seus lucros operacionais.

Outros foram os fatores estruturais que contribuíram para que a economia japonesa não tenha reagido às medidas governamentais. Um dos mais importantes é representado pelo fato de que o mercado acionário, durante os anos da especulação financeira, era manipulado e envolvia trocas de favores, de

modo que o índice Nikkei fora mantido elevado artificialmente (até gangsters interferiram nesse mercado).

Além disso, a falta de credibilidade das autoridades também se mostrou um elemento que dificultou a retomada da economia japonesa. O Ministério das Finanças, conivente com o jogo especulativo, manteve-o na alta. Sem credibilidade, tentou controlá-lo na baixa, mas não obteve êxito. Mais do que isso, as autoridades demoraram a agir em relação ao grande volume do *nonperforming loans* (NPLs). O excesso de paciência das autoridades evidencia a fé em que o problema passaria rápido. Esse atraso em reconhecer as perdas dificultou ainda mais o processo de recuperação da economia japonesa.

Deve-se acrescentar, ainda, outra questão fundamental para o entendimento da crise japonesa, centrada no que Medeiros (2007) intitula de “virtude conflituosa”. Para este autor, há uma debilidade financeira que acompanhou a industrialização japonesa, originada no fato de o Japão ter se tornado uma nação credora em dólares que não empresta em sua própria moeda. Dito em outras palavras, “a singularidade japonesa seria, então, ter se tornado um país fortemente credor sem uma moeda internacional”.

Portanto, vários foram os elementos estruturais que agravaram a crise japonesa, sendo que os principais foram: a ineficiência do sistema bancário - sustentada pelo sistema contábil de participações acionárias recíprocas, em que tais participações eram contabilizadas pelos bancos como capital, e que fez esses bancos promoverem empréstimos irrecuperáveis (sem revelar informações sobre esses empréstimos); mercado desregulado; falta de instituições fortes que garantam a validade dos contratos; práticas contábeis fracas e conivência regulatória; e falta de ação imediata do governo.

## **2.5 COMO UMA CRISE FINANCEIRA AFETA O LADO REAL DA ECONOMIA?**

Crises econômicas tornam-se mais profundas na medida em que seus efeitos se prolongam ao longo da cadeia econômica. Os fundamentos de transmissão de uma crise estão intimamente ligados que a irracionalidade dos mercados (falácia da composição) e o padrão de formação de expectativas racionais.

Não se restringindo a afetar a sua causa, uma crise tira a confiança que os agentes tinham no sistema. Esses são os dois pontos (a própria causa da crise a falta de confiança que se segue) que representam a materialização entre os microfundamentos e o agregado econômico e que espalham a crise para o lado real da economia.

Costa (1997) expõe o mecanismo de transmissão monetária interativo e iterativo. Trata-se de uma teoria comportamental, geral e consistente, que avalia o mecanismo de transmissão monetária *ex-ante/ex-post*, analisando o comportamento dos agentes econômicos.

Para o autor, cada agente, ao formar as suas expectativas, escolhe de forma reativa, isto é, toma as suas decisões levando em consideração a ação esperada dos outros agentes. Nas palavras de Costa (1999):

“o comportamento racional não é único, ou seja, não existe uma única racionalidade. Os agentes não aprendem uniformemente, num sentido crescente, de maneira a convergirem. Quando o mercado é visto como um jogo não-cooperativo ou antagônico, em que cada participante desconhece as decisões dos demais, não há como assegurar a convergência para um equilíbrio”.

Deve-se ressaltar que esse método de transmissão dissocia as dimensões temporais em noções *ex-ante* e *ex-post*. A justificativa é simples: trata-se de um modelo de decisão; e decisões são tomadas *ex-ante*. Isto é, trabalha com a disposição de variáveis cuja decisão dá-se em um contexto pluralista, ou seja, com outros agentes, e que se refere a ações não realizadas.

Nesse contexto, cada agente econômico vislumbra um futuro, que é resultante das ações previstas dos outros agentes e de ações até então desconhecidas. Em sendo assim, surge, *a posteriori*, um futuro o qual, sendo construído nesse contexto de múltiplas decisões e incertezas, tende a não ter sido previsto por agente algum.

Existem várias formas de os efeitos monetários serem transmitidos para o lado real da economia. Uma dessas formas está centrada nas decisões governamentais. O governo tem a capacidade de agir arbitrariamente contra a expectativa reinante. Nesse ínterim, a transmissão pode ocorrer de forma direta, ou indireta. A transmissão direta se dá nos casos em que as variações da oferta de moeda determinam variações no gasto: é a preferência pela liquidez; a

transmissão indireta se dá nos casos em que as variações da oferta de moeda geram alterações nas taxas de juros e, só assim, conseguem influenciar a demanda agregada.

O governo pode fazer uso, basicamente, de três instrumentos de política econômica para afetar os mecanismos de transmissão:

- (1) Taxa de juros: os investidores tomam suas decisões de gasto em um contexto *ex-ante*. Como as decisões de gasto não podem deixar de considerar o custo do capital e o custo de oportunidade, dado o prazo de maturação do investimento, as taxas de juros se tornam elementos nos quais há possibilidade de ação para reversão de expectativas, o que, certamente, afeta o desempenho da economia;
- (2) Taxa de câmbio: se a taxa de câmbio for flutuante, as ligações entre as taxas de juros e de câmbio passam a ser consideradas como um mecanismo de transmissão entre a política monetária e as variáveis reais da economia; se a taxa de câmbio for administrada, a oferta de moeda torna-se endógena;
- (3) Racionamento de crédito: em uma economia monetária de produção, tendo o crédito como forma de financiamento e com gasto planejado relativamente inelástico, a política monetária tem mais possibilidade de transmissão sobre a disponibilidade de crédito, de modo que a taxa de juros torna-se menos profícua para alterar as variáveis reais da economia;

No que tange às decisões de empréstimo dos bancos, a variável básica que está em questão é o crédito. O sistema bancário, para prover financiamento, confronta o risco de o credor não pagar. Se os bancos estiverem passando por problemas de estoque de dívida de saldos ou por dificuldades relacionadas ao fluxo de caixa, mudará as suas expectativas quanto à possibilidade de reaver o empréstimo concedido. Trata-se, evidentemente, do aumento da fragilidade financeira de Minsky. Nessa conjectura, os bancos, aos vislumbrarem cenários pessimistas, adotam percepções prudentes, diminuindo o grau de alavancagem, através da contração dos empréstimos. Em sendo assim, mesmo que os investidores objetivem expandir seus gastos com investimentos, a contração do crédito inviabiliza a concretização dessa expansão.

Por último, mas não menos importante, deve-se destacar o papel desempenhado pelas decisões de investimento, o qual também é função das expectativas que os agentes nutrem sobre o futuro. Os investidores confrontam o custo do investimento com os lucros futuros associados a esse investimento. Se as condições vislumbradas forem favoráveis, o investimento se concretiza, gerando renda, que expande o consumo, tornando plausível a decisão de novos investimentos, e assim sucessivamente.

No caso particular da economia japonesa, o setor privado apresentava uma estruturação bastante peculiar: o *keiretsu*, grupos que reúnem as maiores corporações do país em torno de algumas instituições comuns. As empresas de cada grupo possuem ações das demais empresas do grupo, formando uma relação estreita entre elas.

Esses grandes conglomerados mantinham relações próximas com um conjunto de instituições financeiras: o *trust bank*, a companhia seguradora, a *trading company*, e o *City Bank* (um grande banco comercial). Para as empresas, essa proximidade garante a participação no mercado de crédito e permite uma maior alavancagem de recursos; para o sistema bancário, é uma forma de diluir o risco.

Ao comparar as formas de financiamento das empresas, Braga (1997) justifica:

“(...) após a Grande Depressão dos anos 30, os Estados Unidos adotaram um sistema no qual os mercados financeiros tiveram dinâmica própria, ao invés de ordenar suas finanças, como a Alemanha e o Japão o fizeram – cada qual à sua maneira – mas ambos baseados numa articulação creditícia estreita entre bancos e indústrias, sem mercado acionário ativo. Num sistema baseado no crédito bancário, como eram o germânico e o nipônico, a parceria entre financiador e financiado é maior, reduzindo os riscos de imobilização de capital, de liquidez e de insolvência, e encurtando as manobras de ganhos especulativos. No financiamento lastreado em títulos do mercado de capitais - ações, bônus, notas - a ocorrência de qualquer expectativa negativa quanto aos rendimentos futuros das corporações endividadas ou quanto à liquidez das empresas financeiras, pode-se desencadear uma fuga súbita daqueles títulos, com perdas de capital para os financiadores e, liquidez, ou mesmo falência dos endividados. Nessa situação apenas o Banco Central, na função de emprestador de última instância, é capaz de evitar um colapso generalizado.”

Quando a liberalização promovida criou a já referida circularidade entre os preços das ações e as *warrants bonds*, criou-se a base para que esse segmentado e especializado sistema - intermediado por instituições financeiras e sustentado por essa forma de participação acionária recíproca - viesse a destinar mais esforços para o jogo especulativo do que para os investimentos produtivos, em um contexto no qual as autoridades perdiam graus de liberdade sobre a condução da política econômica.

Após os acordos de Plaza, em 1985, o iene sofreu uma forte valorização frente ao dólar, o que provocou uma redução na taxa de crescimento da economia e na taxa de lucro dos setores exportadores. Nesse contexto, o governo passou a adotar uma política monetária expansionista, ao reduzir as taxas de redesconto.

O objetivo principal dessa medida era estimular a demanda interna, para compensar as perdas do setor externo. Além disso, tal medida objetivava a manutenção da reciclagem dos excedentes em moeda estrangeira das empresas privadas, e abrir a possibilidade de empresas afetadas negativamente pelo *endaka* obtivessem, temporariamente, compensações financeiras em operações de arbitragem.

Foi esse contexto que levou às empresas a uma busca desenfreada por lucros não-operacionais: a *zaitech*. À medida que as expectativas de valorização do iene eram sancionadas pelo mercado, os empréstimos pagos pelas empresas japonesas apresentavam (em termos líquidos) valores menores do que aqueles que tinham sido emprestados. Dito em outras palavras, a taxa real de juros era negativa, o que implica dizer que algumas empresas lucraram simplesmente pegando dinheiro emprestado. A *zaitech* mantinha as economias japonesas lucrativas.

Com o estouro da bolha especulativa, o Japão foi lançado na sua pior recessão econômica. O que se explica, é que a crise financeira espalhou-se para o lado real da economia por afetar as variáveis reais macroeconômicas. E o governo, ao tentar regular o mercado em baixa, não teve o mesmo êxito que obteve ao sustentá-lo na alta. Essa assertiva evidencia-se no fato de que, como as autoridades recusaram-se a permitir que os preços das ações e imóveis

declinassem o suficiente para encontrar um ponto em que os compradores igualem os vendedores, frustraram a capacidade de o mercado compensar e eliminar seus próprios excessos. A má gestão das autoridades prolongou os efeitos deletérios do fim da bolha.

Ampliando-se essa visão, fica claro que a crise econômica foi agravada por todas as frentes de transmissão: o governo perdeu a credibilidade; o sistema de crédito estava estagnado; e a recessão econômica congelou as decisões de investimento.

Este capítulo destinou-se a expor o âmbito teórico que sustentam as asserções e objetivos a serem expostos no quarto capítulo. As possíveis acepções do termo “crise” foram inicialmente expostas como forma de circundar o objeto de estudo para, em seguida, tratar mais detalhadamente os referenciais de Minsky (fragilidade financeira), Keynes (incerteza) e Hicks-Hansen (modelo IS-LM para o caso de ocorrência simultânea de deflação com armadilha pela liquidez).

O aspecto microeconômico serviu como forma de explicar a racionalidade dos agentes, e está calcado na formação das expectativas e nos mecanismos de incentivos, representados na execução dos contratos.

Em seguida, foi dada ênfase nas questões estruturais da economia, as quais se mostraram importantes para entender o contexto pós-crise, marcado por uma série de medidas governamentais que não se mostraram exitosas no sentido de tirar a economia japonesa da recessão na qual se encontrava.

Por fim, procurou-se demonstrar não só como as decisões dos agentes econômicos afetam a estrutura econômica, mas também os elos de propagação existentes entre o lado monetário e o lado real da economia.

O próximo capítulo será destinado a colocar o Japão em uma perspectiva histórica, começando a análise na Restauração Meiji (1868), estendendo-a até a origem da bolha especulativa, em fins da década de 1980.

### **3 PERSPECTIVA HISTÓRICA**

Este capítulo será inteiramente dedicado a expor a evolução histórica do Japão. A divisão das seções é semelhante à exposta por Torres Filho (1999).

A primeira seção tratará de um período de aproximadamente meio século, e se estende da Restauração Meiji até a inserção do Japão nas disputas imperialistas, encerrando-se antes do início da Primeira Guerra Mundial. Esse período é caracterizado por uma grande modernização, em que as raízes feudais são extintas.

O segundo período inicia-se logo após o fim do primeiro e vai até a ocupação americana, no fim da Segunda Guerra Mundial. É um período caracterizado por conflitos e muitas mudanças políticas.

Encerrando a seção histórica, tem-se a análise do período que vai do fim da ocupação americana, em 1953, até o início da bolha especulativa, e expõe pontos fundamentais da evolução econômica que plasmou o plano de fundo da crise econômica que se seguiu.

#### **3.1 DA REVOLUÇÃO MEIJI AO IMPERIALISMO (1868 – 1913)**

O Japão é tido como um país de industrialização tardia. Depois de mais de dois séculos do início de um processo de isolamento, iniciado no período Togukawa, o país retornou a um período de desenvolvimento, iniciado com a Restauração Meiji (1868) e, em pouco tempo, tornou-se uma grande potência econômica. É consenso que a Restauração Meiji marca o início do processo de

modernização, em que o Japão abandona suas raízes feudais e passa a concentrar esforços em um amplo projeto de desenvolvimento econômico e social. Até então, a economia japonesa era basicamente agrícola e de baixo nível de renda per capita, isolada do exterior e dominada por um regime de tradição feudal.

O caso externo do Japão, em 1868, é explicado pelos tratados de amizade e comércio os quais os japoneses foram obrigados a formar com as potências ocidentais – os “Tratados Infames”, que comprometiam a autonomia nacional. Esses tratados acabaram por desorganizar a economia. Nas palavras de Torres Filho (1999): “depois de mais de dois séculos e meio de isolamento, o Japão foi obrigado, pela força das armas, a concordar com a abertura imediata e ampla de sua economia em condições desvantajosas”.

Esses tratados impactaram a economia de forma negativa: o sistema de preços sofreu um choque cambial. A conseqüente saída de ouro do país desvalorizou a moeda nacional, gerou inflação e aumento de impostos.

Tais conseqüências refletiram nos aspectos políticos: a base política do regime Tokugawa esvaiu-se. O Japão estava à beira de uma guerra civil. Entretanto, temendo que a desorganização compromettesse ainda mais a independência nacional, o fim do regime Tokugawa foi negociado.

O novo Governo estava diante do seguinte dilema: não tinha condições de romper unilateralmente os acordos impostos pelos “Tratados Infames”, mas sabia que, se a integração externa continuasse apenas pelas vias do mercado, o Japão tornar-se-ia mais um miserável entreposto comercial asiático, baseado na exportação de produtos primários e na compra de manufaturados.

De acordo com Torres Filho (1997), a Restauração Meiji teve como intuito impedir que o Japão se tornasse uma colônia estrangeira, a exemplo do que estava acontecendo com a Índia e a China. Ademais, precisava-se dotar o país de um exército nacional, de instituições modernas e de uma indústria capaz de garantir (sob controles de capitais nacionais), o fornecimento dos meios necessários ao enfrentamento tanto dos exércitos ocidentais quanto dos países vizinhos.

Os números que evidenciam esse progresso estão explícitos em Landes (1998):

“(...) os comerciantes de algodão passaram da fiação manual para a fiação mecânica. Entre 1886 e 1894, foram fundadas 33 novas fábricas (...). Entre 1886 e 1897, o valor total de produção de fio aumentou 14 vezes, de 12 milhões para 176 milhões de ienes. Em 1899, as fábricas japonesas estavam produzindo cerca de 785 quilos de fio; em 1913, a produção ultrapassava uma tonelada e meia. O efeito foi fechar por completo as importações e passar a exportar.”

Mais que isso, os japoneses engajaram-se no dinamismo desenvolvimentista. Haja vista a necessidade de dominar o processo de construção de máquinas, motores, barcos e locomotivas, o governo financiou viagens de estudo ao exterior, construindo instalações e subsidiando iniciativas comerciais. Landes (1998) ressalta, também, que “o mais importante foi o talento e a determinação de patriotas japoneses, prontos para mudar de carreira em prol da causa nacional”.

Por essa época, os japoneses já dispunham da tecnologia do vapor, e já se encontravam próximos do uso da eletricidade (mesmo sem terem se habituado à primeira, tampouco à energia hidráulica). Foi um professor da Universidade de Tóquio quem explicitou, em 1878, a necessidade de uma central elétrica no país - e buscou auxílio privado para financiar tal idéia. Não obtendo êxito, dirigiu-se a um alto funcionário do governo da província de Kobu: nascia a Tokyo Electric Light Company (TELC).

Novamente, os números do progresso no Japão estão expostos em Landes (1998): “Em 1920, motores elétricos primários respondiam por 52,3% da energia instalada em manufaturas nipônicas. O número americano comparável era 31,6% em 1919, só atingindo 53% em 1929. A Grã-Bretanha foi ainda mais lenta, com 28,3% em 1924.”

Nesse contexto, o diagnóstico feito levou o Japão a iniciar uma série de reformas, iniciadas pela centralização política e financeira. Eliminaram-se direitos feudais das classes mais importantes. Em seguida, buscou-se a unificação territorial – através da modernização dos meios de transportes e das comunicações. O novo quadro institucional completou-se com a reforma monetária. O iene foi estabelecido como único padrão monetário nacional. Após um período de instabilidade, esse padrão monetário consolidou-se.

Em seguida, sucederam-se várias tentativas de implantar um sistema bancário que garantisse uma oferta elástica de moeda, de acordo com as necessidades da atividade econômica (a primeira tentativa data de 1872).

Entretanto, somente em 1876 a lei bancária sofreu reformulações e o governo iniciou o reconhecimento, como bancos privados, das “casas mercantis-financeiras”. A primeira a ter autorização foi a Mitsui, grupo que havia se consolidado ainda no período Tokugawa. A diversificação dos interesses desse grupo, possível graças às relações próximas com o governo e a riqueza acumulada a longo de quase cem anos de existência dá início à montagem do primeiro e mais importante *zaibatsu* (grupo fechado de pessoas da área financeira).

Em 1882, centralizou-se o poder de emissão monetária em um banco central. Em 1886, dando início ao trabalho das emissões de notas conversíveis, completou-se a construção do sistema nacional de crédito. O Japão passava a dispor de um sistema bancário suficientemente desenvolvido para apoiar o primeiro surto de industrialização.

A despeito de todas as reformas, os “Tratados Infames” ainda proibiam controles quantitativos ou aumentos nos impostos sobre as importações. A pauta de exportação ainda era muito concentrada no chá e na seda crua. Diante dessa conjuntura, o governo lançou mão dos estoques de ouro e prata para financiar os déficits externos. A situação agravou-se, pois o país perdeu suas reservas metálicas.

No curto prazo, apresentavam-se, então, dois possíveis caminhos: tomar empréstimos no exterior, ou reduzir o nível da atividade. O gabinete de ministros ficou tão dividido que a decisão fora levada diretamente ao Imperador. Para não perder poder político, escolheu-se a via da recessão econômica.

Em sendo assim, o Japão adotou uma política econômica ortodoxa, com o objetivo de instaurar o equilíbrio interno e externo da economia. Os impostos foram aumentados; as despesas, reduzidas; e empresas estatais foram vendidas. Desse modo, obteve-se superávit em caixa, utilizado para recomprar o estoque de notas inconversíveis e para recuperar as reservas externas do governo. Apesar de todas as reformas, a principal limitação ao crescimento continuava sendo de origem externa: o câmbio.

Conforme exposto por Torres Filhos (1999), era a primeira vez em que o crescimento era “sacrificado em favor da estabilização e, principalmente, do fortalecimento da autonomia nacional”. Nas palavras do autor:

“ao longo de toda sua história, os japoneses sempre atribuíram mais valor ao crescimento econômico que à estabilidade de preços por si mesma. O que sempre lhes foi caro foi a manutenção de condições de financiamento de suas contas externas em condições que não colocassem em jogo a autonomia decisória nacional”.

O decênio 1885-95 é caracterizado por uma situação cambial bastante adversa. Em 1890, mais especificamente, a colheita não foi boa; o preço da seda (principal produto de exportação) declinou; e a prata sofreu uma forte valorização. Nesse cenário, o Banco do Japão agiu de forma a refinar os bancos privados.

Ao se defender do imperialismo das potências ocidentais e promover a soberania nacional, o Japão promoveu a sua industrialização e acabou se tornando um país imperialista. Em 1894, venceu os chineses no domínio da península coreana. Essa conquista, mais do que trazer conquistas territoriais, garantiu a indenização em moeda conversível. De posse desses recursos, o Japão adotou, estrategicamente, o padrão-ouro em 1897, haja vista que tal medida era considerada uma forma de anunciar às demais potências que o Japão iria passar a disputar o jogo imperialista, além de integrar o Japão no sistema financeiro internacional. Em 1899, os “Tratados Infames” foram renegociados: a extraterritorialidade dos estrangeiros foi abolida, e a autonomia tarifária, reconquistada.

Inicialmente, o sistema pretendido pelo Japão, que objetivava rápido crescimento industrial e equilíbrio externo a uma taxa fixa de câmbio mostrava-se incompatível, haja vista o país não dispor de uma fonte automática de financiamento de seus déficits externos. Essa situação fora contornada em 1902, quando da assinatura do Tratado de Aliança Militar Anglo-Japonesa, em que o mercado financeiro britânico abriu-se definitivamente para os japoneses. Esse tratado fora crucial para permitir que, em 1905, os japoneses derrotassem os russos na guerra russo-japonesa.

Após essa guerra, seguiu-se um ambiente macroeconômico muito propício ao desenvolvimento industrial. Todavia, no início da década de 1910, esse sistema de crescimento com endividamento externo começou a dar sinais de

esgotamento: o déficit comercial crônico e o crescimento dos gastos com juros e amortizações da dívida externa comprometiam a credibilidade no país. Concomitantemente, a dívida pública e a inflação cresciam. Apesar dessa situação desconfortável, o início da Primeira Guerra Mundial alterou drasticamente o rumo da economia japonesa.

### **3.2 DO IMPERIALISMO À OCUPAÇÃO AMERICANA**

A reversão da frágil situação financeira interna e externa em que o Japão se encontrava reverteu-se graças à eclosão da Primeira Grande Guerra (1914-1918). É durante esse conflito que se dá o início da consolidação do Japão como grande potência oriental. Como as empresas manufatureiras européias ficaram impedidas de suprir os mercados asiáticos, tais mercados foram supridos pelos produtos japoneses, o que gerou um boom exportador no Japão. Ao término da guerra, o Japão havia acumulado reservas internacionais em volume suficiente para se tornar um dos credores líquidos do mundo.

O período entre guerras é marcado por substanciais mudanças na política interna japonesa. O fim da ameaça colonial e a substituição da elite Meiji por gerações mais novas levaram a uma intensa luta pelo poder.

De um lado, estavam os nacionalistas, vinculados às forças armadas, que reagem à crescente ocidentalização do país, e defendendo que os valores tradicionais estavam sendo destruídos pelo consumismo desenfreado, pela corrupção endêmica da classe política e pelo favorecimento dos interesses de grandes grupos econômicos (zaibatsu), enquanto a população mais humilde, particularmente na área rural, sofria com a pobreza crescente. De outro, havia uma elite ocidentalizada, que buscava intensificar a integração dos países os mercados e às finanças internacionais.

O fim dessa disputa culmina com o fracasso do retorno do Japão ao padrão-ouro, em 1930. Nesse contexto, o final da década de 20 é marcado por uma grande crise, que resulta na escalada dos militares ao poder. Seguiu-se, então, a ação militar-colonial na China e em outros países asiáticos, que só foi contida pela frente dos EUA, marcada pelas bombas Hiroshima e Nagasaki. A

ocupação militar americana pós-1945 é considerada a mais profunda ruptura da ordem pública desde a Revolução Meiji.

### **3.3 DA OCUPAÇÃO AMERICANA À GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA**

#### **3.3.1 DA OCUPAÇÃO AMERICANA À LIBERALIZAÇÃO COMERCIAL (1945-1964)**

Entre 1945 e 1953, o Japão esteve diretamente submetido a um governo de ocupação norte-americana. Torres Filho (1999) afirma que essa fase “foi certamente o período mais difícil para a reinserção internacional do Japão”. E, de fato, a situação era drástica: o esforço de guerra havia exaurido a indústria local, pela falta de estoques de reposição e pela ausência de investimentos de manutenção; a perda do império colonial fez que o país perdesse suas fontes tradicionais de matérias-primas e alimentos baratos; as cidades e as redes de transporte haviam sido destruídas pelos bombardeios; a recessão e o desemprego acentuavam-se, ao mesmo tempo em que milhões de repatriados retornavam à metrópole; o sistema bancário estava arrasado; e a alta inflação corroía as dívidas e o poder de compra dos assalariados.

A ação americana contribuía, intencionalmente, para o agravamento da situação. Após o fim da Segunda Guerra Mundial, conflito em que o Japão saiu derrotado, a intenção inicial dos Estados Unidos (considerados os grandes vencedores da Guerra) era desmobilizar e reordenar a sociedade japonesa, de modo a evitar que Japão recuperasse sua posição, a qual estava destinada para a China. Nesse sentido, as medidas tomadas (desmontagem das indústrias pesada e tecnologicamente de ponta; desarticulação dos grandes blocos de capital; e eliminação do poder econômico e político das classes dirigentes – *zaibatsus*, latifundiários e militares) corroboram essa intenção.

Conforme exposto por Espíndola e Vergara (2008), esse período é marcado por democratização, desmilitarização e desmonopolização. A democratização está evidenciada pela introdução de instituições liberais e o aumento da intervenção do estado na economia. A desmilitarização estava

prevista na constituição, na qual o Japão renunciava à força militar permanente. A desmonopolização centrou-se na dissolução dos *zaibatus*.

Entretanto, o acirramento da Guerra Fria levou os norte-americanos a repensarem sua estratégia para o Japão. Com o objetivo de isolar os soviéticos e incorporar os antigos inimigos fascistas, o Japão tornou-se um aliado estratégico contra a expansão comunista, ameaçada pela Revolução Chinesa e pela Guerra da Coreia. Nesse ínterim, o objetivo dos Estados Unidos passa a ser o de promover a economia japonesa e revitalizar as lideranças políticas locais, de forma a integrar o país, o mais rápido possível, à nova ordem internacional, que estava sendo constituída sob domínio dos Estados Unidos. Hobsbawm (1995) enfatiza a importância para a recuperação da economia japonesa pós-Segunda Guerra o fato de os EUA terem se “dedicado a fazer do Japão a base industrial para a Guerra da Coreia e depois a Guerra do Vietnã”.

As políticas adotadas vieram no sentido de ratificar esse interesse: os americanos, de um lado, relaxaram o aprofundamento das reformas antimonopolistas; de outro, exigiam a estabilização imediata da economia japonesa, como forma de deter o processo inflacionário e os déficits comerciais externos, mesmo que essa ação tivesse um alto custo social. O governo japonês relutou, e, como consequência, as autoridades da ocupação decidiram impor um programa apoiado em um orçamento fiscal superavitário e, principalmente, no estabelecimento de uma paridade única e fixa entre o dólar e o iene. As consequências dessa política foram: contenção imediata da inflação; estagnação da economia; e elevados déficits comerciais.

Essa conjuntura fora aproveitada pelos japoneses para a negociação de alguns pontos institucionalmente importantes, que se mostraram verdadeiros sustentáculos do acelerado crescimento econômico que se seguiu. O câmbio e as importações e a entrada de capital estrangeiro passaram a ser controladas pelo governo.

Foi esse contexto institucional que permitiu a formação dos *keiretsu*, que nada mais são do que uma forma similar dos antigos *zaibatsu*, rearticulados em grandes conglomerados em novas bases, e representam uma forma específica de organização capitalista que se originou no Japão.

Esses novos conglomerados, que se diferenciam dos antigos por não serem controlados pelas famílias que o fundaram, decidiram seus investimentos no âmbito da política de “concorrência entre iguais”, promovida pelo governo japonês, que tinha como fim precípua substituir a antiga indústria, apoiada na têxtil, por uma estrutura baseada em segmentos de bens de capital, insumos básicos e bens de consumo duráveis, controlados por empresas nacionais. Além disso, os *keiretsu* eram caracterizados por serem redes de empresas com relações estáveis e complexas entre si e que, e que obtinham crédito em condições facilitadas.

O que se seguiu foi uma acirrada competição, possível apenas porque o governo limitou o acesso aos mercados internos apenas aos grupos nacionais, através do controle das importações e do investimento estrangeiro. Ligada a essa limitação estava o fato de que era necessário evitar o aparecimento de déficits comerciais expressivos, para que a autonomia nacional não fosse comprometida com a intervenção de organismos internacionais.

Esse sistema era legitimado por parlamentares, empresas e assalariados. No caso dos parlamentares, o partido do governo era dominado (até o início da década de 1970) por ex-burocratas do setor público, o que garantia a sintonia entre os ministérios e os atos legislativos. No âmbito das empresas, deve-se ressaltar que elas participavam ativamente das campanhas eleitorais. Os assalariados cooperavam (exceto durante o período da ocupação americana), pois o governo proveu estabilidade no emprego, aumentos dos postos de trabalho e aumento do salário real; ademais, os ganhos de produtividade eram, em parte, transferidos aos trabalhadores (sob a forma de salários extras vinculados aos retornos obtidos pelas empresas).

Durante duas décadas, o (1953-1973), o Japão manteve uma taxa média de crescimento de 9,4% ao ano; eliminou o déficit externo de natureza estrutural e substituiu a antiga indústria (sobretudo têxtil) por uma nova, centrada nos setores de equipamentos americanos e europeus de alto valor e densidade tecnológica.

Período	Taxa de crescimento real da economia
1945-1952	5,00%
1952-1960	9,20%
1960-1970	10,40%
1970-1980	5,20%
1980-1990	3,80%
1990-2000	2,20%

Fonte: Ichimura, 1998.

Canuto sustenta que parte desse êxito macroeconômico deveu-se às políticas bem reguladas, em que os bancos eram hegemônicos na intermediação financeira, e esses bancos eram o destino que os japoneses davam para as suas poupanças. Era um mercado em que as estratégias corporativas objetivavam a expansão de mercado, e não às taxas de lucro – característica também destacada por Chancellor (2001).

Diante de todo esse arcabouço institucional, a “indústria foi mercado para a mesma, criando condições endógenas de realização para uma produção manufatureira ascendente” (Torres Filho, 1999). A única restrição advinha dos desequilíbrios das contas externas.

O início do processo de eliminação formal das barreiras (não só às importações, mas também aos capitais externos), bem como dos mecanismos de promoção excessiva das exportações deu-se somente em meados da década de 1960, não só porque a balança comercial passou a ser estruturalmente superavitária, mas também por pressão dos Estados Unidos – e só foi possível porque o Japão constituíra-se em uma nação de porte e experiência compatíveis com a necessidade de fazer frente a seus competidores estrangeiros.

Em 1968, o Japão era, paradoxalmente, a segunda maior economia capitalista. Pobre em recursos naturais; com um elevado índice de desemprego; devastado pela Segunda Guerra Mundial; atrasado tecnologicamente; protecionista comercialmente; avesso ao capital estrangeiro; e com forte

intervenção estatal, viu seu “milagre” ser interrompido em 1973, ano da primeira crise do petróleo, quando os preços desse insumo quadruplicaram.

### **3.3.2 A RETOMADA DA HEGEMONIA AMERICANA E A FORMAÇÃO DA BOLHA ESPECULATIVA**

Consoante asserções de Canuto foi esse primeiro choque do petróleo o responsável por forçar a economia japonesa a se reestruturar produtivamente, forçando-a a um grau de abertura comercial maior (desenvolveram-se técnicas que reduziram os custos de produção e aumentaram a qualidade dos produtos manufatureiros - ganhos que foram potencializados pela automação). Pressionado por vários choques externos, a economia japonesa entrou em recessão – a inflação e déficit externo disparavam. Ainda assim, a recuperação fora rápida. No restante da década, o PNB japonês cresceu a uma média de 4% ao ano, taxa muito acima das taxas verificadas nos demais países desenvolvidos.

No início da década de 1980, a inflação e o descrédito em relação ao valor do dólar levaram os EUA a valorizarem sua moeda e estimular o mercado interno. Como resultado, as exportações japonesas cresceram, de modo que o país passou a acumular mega superávits comerciais, tornando-se o principal credor líquido do mundo. Dado esse novo cenário, ficou claro que a vantagem competitiva do Japão frente aos EUA não era de natureza cambial, mas sim estrutural.

Diante dessa situação, o Japão caminhava para ser a nova potência hegemônica. Entretanto, os Estados Unidos reafirmaram sua hegemonia mundial, através da diplomacia do dólar forte, submetendo seus parceiros ao projeto de recuperação de sua própria economia.

A valorização do iene (*endaka*) frente ao dólar, conforme preconiza Gilpin (2004), teve conseqüências repentinas e dramáticas. O fulcro precípua que corrobora essa assertiva advém do fato de que o iene valorizado “reduziu significativamente a lucratividade e a competitividade internacional de muitas exportações japonesas (...), deprimiu a economia japonesa e transformou o Japão

na principal potência financeira mundial, graças ao acentuado aumento do valor de seus ativos financeiros”.

A medida de valorização do iene frente ao dólar gerou prejuízos em exportadores e investidores incautos; forçou à internacionalização das indústrias e capitais dos japoneses; e impôs às autoridades japonesas políticas expansionistas que se contrapuseram ao caráter recessivo do choque externo. Entretanto, foi essa valorização que deu a base para que os gastos com consumo no Japão aumentassem consideravelmente.

Conforme exposto por Torres Filho (1999), a *endaka* não foi capaz de corrigir desequilíbrios nas contas externas; entretanto, produziu impactos profundos na economia interna do Japão. Tendo acumulado muitos dólares em pouco tempo, as autoridades temiam uma valorização ainda maior da taxa de câmbio. Com o intuito de evitar essa valorização (e para atender pressões de seus parceiros comerciais), o Japão decidiu intensificar a globalização de sua economia. Nesse ínterim, eliminaram-se, gradativamente, os controles sobre os movimentos de capital.

Por outro lado, conforme explicado não só por Chancellor (2001), mas também por Gilpin (2004), essa valorização do iene minou o modelo de crescimento japonês estimulado pelas exportações (as quais eram favorecidas pela subavaliação do iene internacionalmente), haja vista que, com as medidas adotadas, os produtos japoneses tornaram-se relativamente mais caros no mercado internacional.

Tavares & Melin (1997), expõem:

“os bancos japoneses, grandes detentores de dívida pública americana, sofrem perdas patrimoniais consideráveis com a desvalorização do dólar entre 1985-87. O Japão resiste comercialmente à valorização do iene através da diminuição das margens de lucro das suas empresas para manter a competitividade em dólar. Aceita também a globalização produtiva e financeira como proposta estratégica e é nesse contexto que se inserem os movimentos, então iniciados, de realocação das firmas japonesas, de desregulação do mercado financeiro de Tóquio e, aproveitando o iene forte, de aquisições para valorização patrimonial nos EUA, na Europa e na própria Ásia”.

Nesse ínterim, deu-se a eliminação gradual do controle de capitais; as taxas de juros sobre os depósitos foram desregulamentadas; inovações

financeiras foram introduzidas; o Banco do Japão reduziu a taxa de redesconto. A partir de então, os investimentos diretos japoneses no exterior aceleraram-se – afinal, as empresas afetadas negativamente pelo câmbio passaram a redirecionar seus gastos para o exterior.

Deve-se evidenciar, ainda, que esse redirecionamento de portfólios incorpora-se, conforme asserções de Torres Filho (1999), em um processo especulativo mais amplo.

Ainda assim, a economia japonesa fora favorecida pela combinação de taxas de inflação mais altas nos EUA, e taxa de câmbio estável para produzir uma contínua desvalorização do iene. Com o preço do petróleo em queda, e os produtos importados mais baratos, o rápido crescimento monetário que se seguiu não alimentou a inflação dos preços ao consumidor. Os preços dos ativos – imóveis e ações- começaram a subir: estava formada a bolha especulativa.

Evidencia-se, assim, brevemente, a trajetória histórica do Japão, a partir da abolição no país dos seus resquícios feudais, processo iniciado com a Restauração Meiji, em 1868. Verificou-se, então, um rápido desenvolvimento econômico no país.

A consolidação do Japão como potência econômica veio no início do século XX, processo que culmina com a entrada do país nos movimentos imperialistas característicos daquele contexto.

O pós Segunda-Guerra marca uma forte ruptura política, haja vista o país ter sido ocupado pelos Estados Unidos ente 1945 e 1952. O acirramento da Guerra Fria fez os norte-americanos alterarem suas estratégia e suas políticas com os japoneses. A partir de então, o país tornava a ser um importante aliado na região.

Deu-se, assim, um novo período de crescimento econômico, quando o Japão manteve, por aproximadamente duas décadas, um crescimento médio da economia em torno de 10% ao ano. Em 1968, o país veio a se tornar a segunda maior economia do bloco capitalista. Esse processo de crescimento elevado e sustentável foi interrompido em 1973, ano do primeiro choque do petróleo. Seguiu-se a ele um processo de reestruturação produtiva, que possibilitou ao Japão

manter taxas de crescimento econômico acima das principais potências econômicas.

A década de 80 é marcada por liberalizações econômicas e tem como ponto fundamental de análise os Acordos de Plaza (1985), ano em que as potências econômicas concordaram em desvalorizar suas moedas frente ao iene. Como reação a essa medida, as autoridades japonesas passaram a permitir que as empresas japonesas lançassem-se ao jogo especulativo, como forma de compensar as perdas oriundas da valorização do iene. Esses movimentos de liberalização especulativa são a cerne da bolha que se seguiu, e que, ao ser estourada no início da década de 1990, levaram a economia japonesa à sua pior crise econômica desde a Segunda Guerra Mundial.

O próximo capítulo analisará mais detalhadamente esse processo de liberalização financeira e explicará a crise que se seguiu, ressaltando não só a crise em si, mas também as medidas imediatas que as autoridades conceberam para tentar minimizar os efeitos deletérios advindos do estouro da bolha.

## **4. A CRISE FINANCEIRA JAPONESA**

Este capítulo é destinado a dar um enfoque mais específico dos fatos consumados, fazendo-se valor dos alicerces teóricos e históricos expostos nos capítulos anteriores.

Para isso, o capítulo foi dividido em sete seções, de modo a abranger todos os aspectos relevantes da crise: o desenvolvimento; a sustentação; os efeitos; o estouro (da bolha); os impactos econômicos; e encerra com duas seções destinadas a analisar o pós-crise: a década perdida; e a resolução da crise bancária.

### **4.1 O DESENVOLVIMENTO**

#### **4.1.1 CONTEXTO**

Apoiado na concepção de Minsky, Chancellor (2001) defende que as manias especulativas representam um sintoma de excesso de autoconfiança, de modo que tais arranjos são encontrados em épocas de mudança no equilíbrio de poder entre as nações.

Conforme explicitado por Torres Filho (1997), o ponto de partida para se entender o desenvolvimento da crise financeira japonesa data de 1979, ano em que os Estados Unidos elevaram as taxas de juros a níveis sem precedentes na história daquele país. Mesmo quando as taxas de juros foram reduzidas (conquanto tenham permanecidas em níveis considerados elevados), a acelerada queda da inflação manteve as taxas de juros reais altas.

Por conseguinte, o dólar, que havia declinado 25% entre 1971 e 1980, valorizou-se frente às demais moedas de seus parceiros comerciais – atingindo o ápice em 1985. Dadas as variações cambiais, as indústrias americanas tornaram-se menos competitivas (tanto no mercado interno quanto no mercado externo). Essa situação veio a se agravar com a redução de impostos do governo Reagan em 1981, o que aumentou o déficit público dos Estados Unidos. Nessa conjuntura econômica, os Estados Unidos passaram a registrar déficits em conta corrente com o resto do mundo.

Dito em outras palavras, na segunda metade da década de 80, o Japão tornou-se o principal credor líquido do mundo. Em um ambiente com preço do petróleo em queda e dólar em processo de valorização, os japoneses passaram a acumular grandes superávits comerciais, em particular com os Estados Unidos, ameaçando, inclusive, a liderança industrial americana em alguns segmentos, como automobilística e computadores. Soma-se a isso a dependência norte-americana de financiamentos de capitais japoneses de longo prazo, e tem-se o indício de que o Japão caminhava para se tornar a grande potência capitalista hegemônica.

O principal beneficiário desses déficits comerciais eram os japoneses, que passaram a acumular elevados superávits em conta corrente. Torres Filho (1997) sustenta que essa situação levantou duas questões importantes para a economia japonesa: (1) como transferir esses excedentes para o exterior; e (2) “como enfrentar as pressões norte-americanas no sentido de flexibilizar as limitações às importações de bens e serviços estrangeiros e à liberalização do mercado financeiro japonês”.

O que se seguiu foi uma alteração no processo de liberalização econômica. Até então, ele tinha por fim primeiro permitir que as empresas nacionais pudessem acessar fontes de crédito mais baratas no exterior. Agora, a preocupação fazia-se presente na gerência dos desequilíbrios externos, com vistas a impedir uma rápida valorização do iene. Além disso, algumas reformas cambiais foram adotadas. Todavia, essas reformas econômicas não afetaram as taxas de juros, chancelando, dessa forma, a política monetária restritiva implantada desde os anos 70.

Conforme exposto por Medeiros & Serrano (1999), o ano de 1985 marca uma mudança na orientação na política cambial norte-americana. Com a inflação sob controle, inicia-se um longo período de desvalorização do dólar perante as moedas dos demais países centrais.

Os Acordos de Plaza (1985) alteraram o aparente equilíbrio da economia. Em função da sobreavaliação da moeda americana frente à moeda japonesa, os ministros das grandes potências concordaram em atuar conjuntamente para forçar a queda do dólar às demais moedas, principalmente o iene. Como consequência das medidas tomadas, o poder de compra da moeda japonesa aumentou – o que explica o vertiginoso aumento do consumo no Japão.

#### Evolução da Taxa de câmbio (Yen = 1 US\$)

Ano	Taxa de Câmbio	Ano	Taxa de Câmbio
1960	360,00	1984	237,52
1961	360,00	1985	238,54
1962	360,00	1986	168,52
1963	360,00	1987	144,64
1964	360,00	1988	128,15
1965	360,00	1989	137,96
1966	360,00	1990	144,79
1967	360,00	1991	134,71
1968	360,00	1992	126,65
1969	360,00	1993	111,20
1970	360,00	1994	102,21
1971	349,33	1995	94,06
1972	303,17	1996	108,78
1973	271,70	1997	120,99
1974	292,08	1998	130,91
1975	296,79	1999	113,91
1976	296,55	2000	107,77
1977	268,51	2001	121,53
1978	210,44	2002	125,39
1979	219,14	2003	115,93
1980	226,74	2004	108,19
1981	220,54	2005	110,22
1982	249,08	2006	116,30
1983	237,51	2007	117,75

Tabela 1,

Fonte: OECD, OECD Factbook 2009: Economic, Environmental and Social Statistics. Prices - Purchasing power and exchange rates - Rates of conversion

Todavia, o crescimento econômico japonês era muito estimulado pelas exportações, as quais eram favorecidas pela subavaliação do iene internacionalmente. Com as medidas adotadas, os produtos japoneses tornaram-se relativamente mais caros no mercado internacional.

Ainda assim, consoante já exposto anteriormente, a economia japonesa a combinação de taxas de inflação mais elevadas nos EUA e taxa de câmbio estável favoreceu a economia japonesa, no sentido de produzir uma contínua desvalorização do iene. Com o preço do petróleo em queda, e os produtos importados mais baratos, o rápido crescimento monetário que se seguiu não alimentou a inflação os preços ao consumidor. Os preços dos ativos – imóveis e ações- começaram a subir.

Em outubro de 1986, deu-se a abertura do capital Nippon Telephone and Telegraph, empresa do ramo de telefonia. A demanda pelas ações foi muito alta, e a distribuir delas ocorreu por um sistema de loteria especial.

Poucos meses depois, em fevereiro de 1987, ministros das finanças do Grupo dos Sete concordaram em impedir que o dólar continuasse a cair em relação ao iene. Como consequência imediata a esse acordo, as taxas de juros no Japão foram reduzidas. Essa medida teve um efeito sobre os preços das ações, no sentido de valorizá-las (e muito).

Esse contexto, isto é, a alta demanda do público por ações cujo preço sequer se conhecia, representa o início da bolha especulativa que se seguiu. Tão importante quanto isso para o surgimento da bolha, foi a falsa impressão que os especuladores nutriam de que o governo não permitiria que o preço das ações declinasse.

A bolha japonesa foi, cima de tudo, um boom no mercado imobiliário. Deve-se ressaltar, antes de mais nada, que a terra no Japão, é muito valorizada, haja vista que as terras férteis são escassas, devido a geografia montanhosa daquele País. Ademais, a Restauração Meiji, que fez o Japão abandonar o feudalismo, ainda é relativamente recente. Deve-se somar a isso o regime de tributação, o qual taxava os ganhos de curto prazo com imóveis em 150% dos lucros, em uma clara tentativa de incentivar os investidores japoneses a destinarem recursos na busca de ganhos de longo prazo.

Em 1985-86, o aumento nos preços dos imóveis foi de 5000%. Apostando contra a queda desses preços, os bancos japoneses concederam empréstimos garantidos por imóveis em vez de fluxos de caixa. Esse se tornou o motor para a criação de crédito.

Em dezembro de 1987, deu-se o encontro de Basileia, conferência na qual líderes de vários bancos centrais reuniram-se para estipular novos padrões para o capital bancário. Desse encontro, devem-se destacar os seguintes pontos:

(1) os banqueiros não-japoneses exigiram que os bancos japoneses elevassem a razão de capital. Essa reivindicação decorreu do receio de tais banqueiros de que as reservas de capital menores dessem aos bancos japoneses uma vantagem competitiva injusta no mundo financeiro.

(2) parte dos lucros sobre participações acionárias recíprocas passou a ser consideradas capital bancário. Desse modo, a capacidade dos bancos japoneses para aumentar o crédito tornou-se vinculada ao nível de preços das ações no mercado imobiliário de Tóquio.

Como desfecho do acordo “os bancos centrais dos países participantes endossaram um esquema circular no qual a criação de crédito poderia continuar enquanto subisse o preço das ações. Essa foi a ‘falha fatal’ da bolha na economia”. (Chancellor, 2001).

#### **4.1.2 DESREGULAMENTAÇÃO FINANCEIRA**

O processo de desregulamentação financeira da economia japonesa teve início já em fins da década de 1970, e ganhou forte impulso na década de 1980. Esse processo ocorreu devido, em parte, pela mudança de contexto da economia japonesa, a qual, na década de 80, não se apresentava mais compatível com as estruturas criadas no pós-guerra.

Após a Segunda Guerra Mundial, conforme exposto por Levi (1996), o financiamento das empresas japonesas centrava-se em três aspectos: (1) reduzida importância do mercado de títulos; (2) existência de limites para as taxas de juros; e (3) rígido controle dos fluxos de capitais. Foram as mudanças

econômicas realizadas nesses segmentos que resultaram na dissociação entre a gestão da política monetária e a política de crédito seletivo.

Conforme explicitado pela mesma autora, os elementos que desencadearam essa transformação financeira foram a consolidação do ritmo de crescimento da economia em um patamar mais baixo e o surgimento de sucessivos superávits comerciais.

No que diz respeito ao crescimento econômico, o primeiro choque do petróleo, em 1973, gerou uma brusca queda no nível da atividade econômica. Isso gerou dois efeitos imediatos: primeiro, reduziu a necessidade de financiamento das empresas (e, por conseguinte, o volume do investimento privado); segundo, gerou um aumento da dívida pública (em função não só da queda das receitas, mas também da política de aumento do gasto público).

Dessa forma, uma reforma no sistema financeiro japonês fez-se necessária, uma vez que ele não estava adequado ao cenário anterior, caracterizado por um acelerado crescimento - comandado pelo setor privado - e pela busca de autonomia no plano externo. Como resposta, a partir da segunda metade da década de 70, o governo adotou medidas para flexibilizar o sistema financeiro.

#### **4.1.2.1 A LIBERALIZAÇÃO NO MERCADO DE TÍTULOS**

Durante o pós-guerra, a dívida pública foi financiada através da colocação compulsória de títulos junto às instituições financeiras. Após um ano, o Banco do Japão adquiria os títulos por preço idêntico ao de emissão (portanto, sem perdas de capital).

A partir de 1975, a dívida pública passou a crescer aceleradamente, em função dos sucessivos déficits orçamentários. Nesse ínterim, os títulos públicos ganharam mais espaço nos ativos dos bancos.

Em 1978, o Banco do Japão interrompeu a compra automática dos títulos públicos das carteiras dos bancos após um ano de carregamento e em condições favoráveis, sob o argumento de que essa prática prejudicava a condução da política monetária.

Nesse contexto, o governo introduziu uma série de mudanças no sistema de financiamento da dívida pública. Conforme exposto em Levi (1996), o objetivo era:

“Ajustar o arcabouço institucional ao maior volume de papéis. A desregulamentação ocorreu tanto na direção da criação de um mercado de tomadores finais para os papéis como no sentido de conferir maior liberdade às operações que as instituições financeiras poderiam realizar com os títulos de crédito, criando, assim, oportunidades de obtenção de lucros”.

No que tange às novas oportunidades de lucros, foram três as medidas que devem ser destacadas:

A primeira delas aconteceu em 1976, com o reconhecimento oficial da existência de financiamento de posições em títulos com carta de recompensa. Essa medida impôs um limite máximo à posição devedora dos bancos e foi totalmente eliminada em 1980.

A segunda data de 1980, e autorizava as Securities Companies a oferecer ao público aplicações financeiras com liquidez diária lastreadas em títulos públicos de médio prazo. Em 1983, essas instituições passaram a poder conceder empréstimos garantidos por títulos públicos.

A terceira é de 1984, ano em que se concedeu autorização aos City Banks para a realização de operações com títulos públicos em mercado secundário, atividade até então restrita as Securities Companies.

Com relação à criação do mercado de tomadores finais, a desregulamentação deu-se em três níveis.

A primeira medida visava à redução do volume de papeis colocados nas carteiras dos City Banks. Desse modo, um volume superior de títulos passou a ser lançado diretamente ao público.

A segunda ação do governo foi promover um progressivo aumento da proporção de títulos públicos de carteira dos bancos passível de venda. Em 1977, os bancos foram autorizados a vender bônus do governo em mercado após um ano de carregamento. Ademais, o período mínimo de manutenção dos papéis foi reduzido de 100 dias (1981) para 40 dias (1986), sendo extinto em 1987, de modo que passou a se permitir a venda logo após a aquisição. Essa medida, somada ao

crescimento acelerado do estoque da dívida, contribuiu para formar um mercado secundário para os papéis, processo que conferiu maior liquidez ao título público.

A terceira medida foi uma consequência da segunda. Em 1989, através de uma reforma no sistema de colocação, o governo flexibilizou as condições de formação das taxas de juros dos papéis no mercado primário.

Após essas mudanças, verificou-se que o diferencial de juros entre as taxas de emissão primária e secundária se reduziu. Algumas vezes, inclusive, o preço primário superava o secundário, representando, assim, a consolidação do título público como a principal referência do mercado doméstico de bônus.

Além disso, a desregulamentação do mercado de títulos gerou mais duas consequências. Em primeiro lugar, o sistema bancário, ainda que tenha mantido a colocação compulsória, passou a decidir prazos e rentabilidade em condições mais flexíveis, além de ter agilizado a revenda dos títulos públicos. Destarte, os títulos passaram a ser uma fonte potencial de obtenção de ganhos.

A outra consequência deu-se na política monetária. O alargamento da base de colocação dos títulos da dívida pública significou uma mudança fundamental com relação ao sistema existente no pós-guerra e ao papel que o título público desempenhava dentro do sistema de financiamento das grandes empresas. Até então, a função do título público era viabilizar o acesso dos grandes bancos comerciais ao redesconto do Banco do Japão para a obtenção de liquidez, o que era condicionado pela adoção, por parte dos bancos, de uma determinada política de crédito. Assim, os títulos públicos (juntamente com alguns títulos privados) funcionavam como meio de implementação de política seletiva de crédito.

Acontece que essa política seletiva de crédito (conduzida pelo BoJ) obtinha êxito justamente pela sua capacidade de controle da quantidade de reservas bancárias que seria fornecida ao sistema, aos agentes que receberiam o crédito e ao montante e custo da operação.

A partir do aumento da dívida pública, manter aquele arranjo institucional significaria impor prejuízo aos bancos e tornar a política de reservas bancárias refém da necessidade de aquisição de um volume crescente de títulos públicos. Em outras palavras, a mudança institucional parece ter refletido uma tentativa de impedir que a política de reservas bancárias do banco central tivesse um vínculo automático com a evolução da dívida pública.

No que diz respeito ao mercado de títulos públicos, pode-se concluir, portanto, que o fornecimento de reservas bancárias pelo Banco do Japão deixou de estar restrito aos City Banks, e inseriu-se em um contexto mais amplo de perda de importância dos canais seletivos de recursos em favor de uma política cada vez mais voltada para o controle do volume global de crédito, independente do destino das reservas bancárias. Assim, a política monetária deixou de ser fundamentalmente uma política de crédito seletivo, passando a haver uma dissociação entre ambas, com a segunda passando a estar centrada nas instituições especializadas de crédito, geralmente estatais e, naturalmente, no fato de que a estrutura especializada e segmentada do sistema foi de certa forma mantida.

O mercado de títulos privados, depois de ter sido mantido restrito para as empresas privadas após o pós-guerra, também passou por um amplo movimento de liberalização diversas frentes durante a década de 1980, o qual deve ser entendido como um subproduto do processo de liberalização dos fluxos de capitais com o exterior. Deve-se ressaltar, porém, que, concomitante à ampliação ao acesso das empresas a instrumentos de endividamento direto no exterior, o governo japonês manteve em grande medida o caráter restritivo da regulamentação dos mercados domésticos.

No tocante à emissão de bônus em mercados estrangeiros, a principal medida, de 1984, estabelecia critérios objetivos para o lançamento de títulos no exterior, que veio a substituir o regime de consulta prévia às autoridades, vigente até aquele momento. Objetivava, dessa forma, gerar incentivos para que se desenvolvesse o mercado de euroíenes.

Para as emissões no mercado interno japonês, optou-se pela redução do capital mínimo para as empresas habilitadas ao lançamento e pela ampliação dos montantes máximos de emissão. A exemplo do que se fez com as emissões em mercados externos, adotaram critérios mais objetivos, baseados em sistemas de classificação de risco.

Em 1987, definiu-se a nova sistemática de determinação da rentabilidade dos bônus, pela qual condições como o preço dos papéis e as taxas de juros passaram a ser estabelecidas a partir de uma concorrência em que várias *securities companies* fornecem propostas.

Ademais, foram estabelecidos critérios de elegibilidade para as emissões domésticas de bônus denominados em iene emitidos por agentes estrangeiros, fixados de acordo com as normas para as emissões em euroiene. Cabe ressaltar que o mercado doméstico de bônus denominados em moeda estrangeira emitidos por agentes estrangeiros fora criado em 1985.

Apesar de todas essas medidas, o governo manteve rígida a estrutura do funcionamento do mercado doméstico de bônus. Dois elementos justificam essa atitude.

O primeiro está relacionado às condições de financiamento dos setores que até então contavam com acesso privilegiado ao mercado (governo central e locais, bancos de longo prazo e empresas estatais). Caso as empresas privadas japonesas pudessem competir com esses segmentos, seria mais difícil para as autoridades controlar suas condições de financiamento. Em outras palavras, a forma de determinação do custo de endividamento direto para esses setores foi mantida relativamente isolada de movimentos de mercado.

Por último, deve-se ressaltar que, ao imprimir um ritmo mais lento à desregulamentação do mercado de bônus doméstico, o governo tencionava minimizar o conflito entre as instituições dos segmentos de crédito bancário e de intermediação de títulos. Esse conflito existia desde após a Segunda Grande Guerra. Não obstante, nesse período, o domínio exercido pelos bancos sobre os fluxos de recursos era algo consolidado e permanentemente reiterado pelo papel fundamental do crédito bancário no processo de expansão do investimento. A alteração do contexto econômico e a perda dos espaços cativos de rentabilidade dos bancos geraram um cenário no qual cada segmento de instituições passou a lutar de forma mais acirrada pela penetração em campos de atuação.

As medidas de desregulamentação financeira verificadas ao longo da década de 80 vieram a abrir progressivamente o espaço competitivo entre esses segmentos, tanto nas operações com títulos públicos como privados.

Ainda assim, é evidente que a possibilidade de acesso das empresas nipônicas a condições de emissão direta de títulos evidencia uma mudança fundamental de estrutura institucional, em relação ao que se tinha desde o fim da Segunda Guerra Mundial. Mais do que isso, essa liberdade de lançar títulos no exterior veio a consolidar o processo de redução da dependência do crédito

bancário, em andamento desde a década de 1970, em função do novo contexto econômico em que estava inserida a economia japonesa.

#### **4.1.2.2 A LIBERALIZAÇÃO DAS TAXAS DE JUROS**

No período que se estende do pós-guerra até metade da década de 70, o controle de taxa de juros tinha por objetivo facilitar a condução da política seletiva de crédito e preservar a estabilidade da estrutura segmentada do sistema financeiro.

A progressiva liberalização ocorreu em duas frentes: o governo autorizou que instrumentos financeiros já existentes passassem a ser oferecidos a taxas de juros isentas de limites e permitiu que novos tipos de aplicações financeiras fossem ofertados ao público com juros livres.

A liberalização das taxas de juros tornou-se necessária, principalmente, porque os grandes bancos necessitavam ter instrumentos que permitissem o gerenciamento de seus passivos, haja vista o já citado contexto de redução das possibilidades de lucros. Além disso, os Estados Unidos pressionavam o governo japonês por tal medida, alegando que os controles das taxas de juros impediam a apreciação do iene frente ao dólar e garantia vantagem competitiva externa aos bancos e empresas japonesas. Ainda que a pressão norte-americana não tenha sido relevante para a tomada de decisão das autoridades japonesas, tal elemento não pode ser desprezado.

A primeira medida efetiva de liberalização das taxas de juros foi o já citado o reconhecimento oficial da existência de financiamento de posições em títulos com carta de recompensa, em 1976. A segunda veio três anos depois, com a autorização para que os bancos emitissem Certificados de Depósitos Negociáveis sem limites de taxas de juros. Inicialmente elegível apenas para grandes aplicadores, foi estendida a investidores menores ao longo dos anos seguintes.

Deve-se ter em mente que os controles das taxas de juros serviam para limitar a concorrência entre os bancos, mantendo estável, acima de tudo, a estrutura do sistema. Foi o receio de desestabilizar o sistema financeiro que fez as autoridades flexibilizarem as taxas de juros de forma gradual.

Para se adequarem ao novo cenário, os bancos decidiram alterar, em 1989, o sistema de determinação da taxa de juros básica para empréstimo, desassociando-a da taxa oficial de redesconto, e referenciando-a ao custo do passivo dos bancos.

Torna-se evidente, portanto, que a liberalização das taxas de juros estavam em perfeita consonância com as medidas de flexibilização adotadas para os mercados de títulos. A consolidação de tais ações chancela o objetivo de “progressiva redução de discricionariedade na atuação da autoridade monetária em prol de uma política mais voltada para o controle global do crédito”. (Levi, 1996).

#### **4.1.2.3 A REMOÇÃO DO CONTROLE DE CAPITAIS**

No período que se seguiu ao imediato pós-guerra, o governo japonês exercia controle pleno sobre o fluxo de recursos transacionados com o exterior, de modo a garantir o equilíbrio das contas externas e servir como proteção à indústria local. Até mesmo os movimentos em contas autônomas eram rigorosamente controlados. Esses controles atuavam no sentido de impedir que a economia pudesse ser abalada internamente por movimentações externas e serviam de sustentáculo para o êxito das políticas monetárias e de crédito.

A manutenção dos controles na década de 70 evidencia o fato de que o superávit externo ainda não estava consolidado. Já nos anos 80, com o acúmulo dos sucessivos superávits comerciais, tornou-se necessária a abertura dos canais da economia com o exterior. Como havia a resistência do governo em promover uma abertura comercial, a liberalização dos movimentos de capitais era a única forma de repartir com o setor privado a tarefa de esterilizar o superávit. A principal ação foi, então, colocar fim ao monopólio cambial do Banco do Japão.

Em meados da década de 80, a pressão americana sobre o governo japonês para a redução do desequilíbrio comercial entre os dois países passou a concentrar-se em aspectos financeiros, sob a alegação de que o isolamento dos orientais impedia que a taxa de câmbio entre os países se ajustassem aos movimentos de balanço de pagamentos.

Pode-se deduzir, então, que a liberalização do movimento de capitais no Japão foi permeada por objetivos opostos. De um lado, era necessário criar condições para manter os superávits comerciais em conta corrente, o que envolvia impedir uma apreciação profunda do iene. De outro, era necessário atender às solicitações dos Estados Unidos com relação ao isolamento e à proteção ao iene.

Nesse contexto, o primeiro estímulo ao movimento de capitais veio com a revisão da Lei Cambial, em 1980, que tornava as transações cambiais livres em princípio. Entretanto, o grande impulso veio em 1984, com duas medidas. Primeiro, eliminou-se o princípio o qual instituíra que as operações no mercado futuro de câmbio só poderiam ser realizadas se baseadas em transações comerciais. Segundo, eliminou-se o limite para as posições abertas em moeda estrangeira dos bancos autorizados a operar com câmbio.

Deve-se ressaltar que a liberalização dos fluxos de capitais não ficou restrita aos mecanismos cambiais. Mais do que isso, pode-se citar quatro outros aspectos: introdução de instrumentos financeiros denominados em moedas estrangeiras; acesso de agentes domésticos a instrumentos financeiros disponíveis no exterior; permissão para que estrangeiros se utilizassem de instrumentos financeiros disponíveis no sistema financeiro doméstico; e criação do mercado de euroienes.

Após os Acordos de Plaza, em 1985, o Japão reduziu as taxas de redesconto, com o objetivo de dirimir os efeitos recessivos da apreciação cambial sobre a economia, que havia sustentado altas taxas de crescimento através das exportações. A partir desse período, o Japão foi assumindo, cada vez mais, a posição credora nas transações externas.

Ainda assim, convém ressaltar que os investimentos do Japão no exterior superaram o superávit em conta corrente. Dito em outras palavras, o maior credor líquido do mundo apresentava déficit no seu balanço de pagamentos, o qual foi financiado pela contratação de dívida de curto prazo pelos bancos autorizados a operar com moeda estrangeira.

O processo de remoção do controle do fluxo de capitais teve dois grandes efeitos sobre a economia. Ao decorrer desse processo, o governo foi perdendo os canais pelos quais exercia o controle do preço e do destino dos fluxos de

recursos. Além disso, o sistema passou a apresentar um caráter especulativo. No pós-guerra, as taxas de juros mais altas (em comparação com as externas) e o restrito acesso aos mercados estrangeiros sustentavam a política de crédito seletivo. O período de liberalização é marcado por de taxas de juros mais baixas (em comparação com as externas) e uma maior capacidade de obtenção de lucros no mercado externo. Esse novo cenário alterou, principalmente, a composição dos balanços de bancos e empresas de origem japonesa, que – impulsionados pela valorização das cotações no mercado de ações japonês na segunda metade da década de 80 - passaram a constituir passivos líquidos denominados em moeda estrangeira.

## **4.2 A SUSTENTAÇÃO**

### **4.2.1 POLÍTICA MONETÁRIA**

Uma das questões centrais que se fazem presentes em momentos de crises financeiras é: “o que fazer?”. No caso da bolha japonesa, as autoridades, ao optarem por reduzir as taxas de juros - com o objetivo de manter o crescimento econômico - cancelaram o processo especulativo, que já estava em formação.

Conforme já exposto anteriormente, os Acordes de Plaza foram responsáveis por gerar a *endaka*, que teve como efeito a redução na taxa de crescimento da economia e na taxa de lucros dos setores exportadores. É diante desse contexto que o governo resolve alterar sua política monetária, reduzindo, em 1986, a taxa de redesconto – o objetivo era criar condições para que a demanda interna crescesse, de modo a compensar a par do impulso exportador. Essa medida mostrou-se compatível com os objetivos que a motivaram, na medida em que o consumo privado e o investimento (especialmente em novas moradias) aceleraram-se. Com efeito, em 1987, o choque de 1985 havia sido totalmente absorvido.

Mais do que recuperar o nível da atividade econômica, a nova política monetária objetivava: (1) “estimular o setor privado a continuar comandando a reciclagem dos excedentes em moeda estrangeira”; e (2) “abrir a possibilidade de

empresas afetadas negativamente pelo *endaka* poderem, temporariamente, obter compensações financeiras, em operações de arbitragem” (Torres Filho, 1999).

O desvio desses esforços macroeconômicos de uma política monetária sustentável, de recuperação da atividade econômica, para a obtenção de lucros não-operacionais de natureza especulativa é conhecido como *zaitech*.

O que se seguiu foi uma profecia auto-realizável do iene: “na medida em que as expectativas de valorização do iene eram sancionadas pelo mercado, o devedor acabava pagando, ao final da dívida, um valor em ienes inferior ao do crédito que havia tomada.” (Torres Filho, 1999). Dito em outras palavras, tomar dinheiro emprestado constituía-se em uma atividade lucrativa.

De qualquer forma, é inegável que a *zaitech* teve importância funcional durante o *endaka*, haja vista que mantinha a lucratividade e sustentava os investimentos das empresas japonesas. Entretanto, era a garantia da sustentabilidade da bolha.

#### **4.2.2 VALORES NO MERCADO ACIONÁRIO JAPONÊS**

Os dados de comparação entre rendimentos e preços das ações (em fins da década de 1980) evidenciam como crescimento do lado real da economia era parco: os preços das ações japonesas subiram três vezes mais rápido que os rendimentos das empresas (que incluíam os lucros insustentáveis derivados da especulação *zaitech*). Era evidente que o racionalismo oriental já não era mais o mesmo. Várias justificativas foram dadas para os fenômenos econômicos verificados no mercado acionário, com o fim de tranquilizar os especuladores nipônicos.

Diante das justificativas apresentadas, e com um cenário macroeconômico interno favorável (com taxas de juros baixas e iene em alta), o povo japonês não tinha incentivo para levar seus capitais para fora do país, de modo que continuaram a investir no mercado acionário interno.

A abolição das contas de poupança constituiu-se em mais um incentivo que convergiu para a alta do mercado acionário. O afluxo de renda que se seguiu em direção ao mercado acionário, combinado com a escassez de ações (decorrência

direta do aumento global do nível de participações acionárias recíprocas), tornou-se a explicação mais frequentemente apresentada para os preços estratosféricos das ações.

Uma peculiaridade verificada evidencia-se na variação dos preços das ações de um mesmo setor. Notava-se que elas cresciam de maneira similar – idiosincrasia explicada pelo fato de que os mercados estavam recompensando os aumentos na participação de mercado, em vez de compensar o crescimento da lucratividade.

Com esse cenário, o preço das ações subia cada vez mais, mesmo com a lucratividade declinante dos exportadores japoneses e do esvaziamento da base industrial. A base do desenvolvimento era o boom no mercado imobiliário: apoiados em uma oferta de crédito sempre crescente, os preços dos imóveis continuaram a subir. O grau de surrealismo era tamanho, que mais de três quartos das terras pertencentes a empresas eram mantidas com o objetivo de valorização do capital.

#### **4.2.3 MANIPULAÇÃO NO MERCADO ACIONÁRIO JAPONÊS**

Em um jogo desregulamentado e sem perdedores, em que trocas de favores eram comuns, o governo poderia intervir facilmente para promover o que bem desejasse: e assim o fez; e o índice Nikkei fora mantido artificialmente elevado. As quatro grandes corretoras também intervinham no jogo da manipulação, fazendo chegar aos seus clientes apenas as informações que fossem de seus interesses particulares.

Nesse aspecto, torna-se notória a insustentabilidade no longo prazo de um sistema pouco regulado e sem instituições que garantam a validade dos contratos. Fazendo-se valer de informações privilegiadas, os corretores promoviam as ações antes do anúncio de novas emissões, de modo que a informação de que uma empresa estava subfinanciada tornou-se um subterfúgio para a impressão de dinheiro, conquanto houvesse uma lei proibindo transações com informações privilegiadas.

### 4.3 OS EFEITOS DA BOLHA

Sinteticamente, podem-se citar os seguintes efeitos:

- (1) aumento do consumo;
- (2) aumento da demanda por produtos de luxo importados, em função da combinação dos preços crescentes dos ativos e iene mais forte;
- (3) aumento do poder aquisitivo pessoal, consequência direta do corte no imposto de renda;
- (4) uso de imóveis de garantia: encorajados pelas baixas taxas de juros, os japoneses sentiram-se incentivados a tomar novos empréstimos, dando seus imóveis como garantia;
- (5) aumento de quase duas vezes da circulação de cartões de crédito;
- (6) a dívida de consumo per capita atingiu os níveis americanos.

Em suma, a frugalidade parcimoniosa tradicional da economia japonesa parecia representação de um passado distante. O mercado acionário fez os japoneses abandonarem os sólidos alicerces que sustentavam a dinâmica econômica do país, lançando-os a um jogo especulativo com excesso de desregulamentação e que crescia à base de ativos “ocultos”.

### 4.4 O ESTOURO DA BOLHA

Para que a economia japonesa saísse do círculo vicioso no qual estava imersa, tornou-se necessário quebrar os elos que mantinham a coesão irracional do sistema. E essa medida veio a ser tomada com a substituição do presidente do banco do Japão: Satoshi Sumida foi substituído por Uasushi Mieno. Já em 1989, a taxa de desconto oficial sofrera vários aumentos. O primeiro deu-se em maio; o segundo, no natal de 1989. Quatro dias depois, o Nikkei atingiu o maior pico até então registrado.

Pouco tempo depois, no final de janeiro de 1990, o índice Nikkei caíra 2 mil pontos. O mercado acionário não entrou em colapso subitamente. Inicialmente, atribuiu-se o declínio às vendas a descoberto feitas pelos estrangeiros no

mercado futuro de ações, aberto no verão anterior. Na verdade, a verdadeira causa foi o drástico aperto nas condições monetárias. Com os preços dos imóveis continuando a subir, em março de 1990, o presidente Mieno elevou as taxas de juros mais cinco vezes. Com o rendimento das obrigações de longo prazo acima de 7%, em comparação com o rendimento médio das ações inferior a 0,5%, o mercado acionário japonês não tinha mais nada que o sustentasse. (Chancellor, 2001).

O Ministério das Finanças, que manipulou o mercado em alta, não obteve tanto êxito na tentativa de manipulá-lo em baixa. As margens de exigência foram reduzidas, e as quatro grandes corretoras pararam (pressionadas pelo Ministério das Finanças) de emitir *warrant bonds* até que o mercado se recuperasse. Não foi o suficiente para conter a crise, já evidente.

Outras medidas foram tomadas com o intuito de dirimir os efeitos iniciais do estouro da bolha: os corretores receberam ordens de comprar ações quando o Nikkei caiu abaixo de 20 mil pontos, em setembro de 1990; rebaixaram-se, novamente, as margens de exigências; determinou-se que as seguradoras parassem de vender ações; estendeu-se a proibição de novas emissões de ações; foram desviados para o mercado acionário recursos de fundos de pensão públicos e contas de poupança operadas pelo sistema postal; e vários truques contábeis foram introduzidos para desencorajar a venda de ações pelos acionistas institucionais. Mesmo com tantas medidas, o mercado acionário fora pouco afetado.

Sem qualquer mecanismo de “destruição criativa”, o mercado não foi capaz de compensar (tampouco eliminar) seus próprios excessos. No verão de 1990, os escândalos financeiros envolvendo empresas, governo e gângsters vieram à tona. Estava claro que a euforia tinha acabado.

#### **4.5 OS IMPACTOS ECONÔMICOS**

A bolha especulativa, ao afetar as variáveis reais da economia, levou o Japão a uma violenta crise econômica, cujos efeitos deletérios são sentidos até os dias de hoje. O crescimento econômico vem apresentando taxas baixíssimas.

A taxa de desemprego, tradicionalmente baixa, aumentou. Esse aumento do desemprego gerou uma queda na taxa de inflação, a qual, combinada com a situação de armadilha da liquidez, reduz as possibilidades de ação das autoridades monetárias no sentido de recuperar a economia.

A queda geral do imposto de renda e a aprovação de um orçamento suplementar para obras públicas, somadas com o impacto na receita pública, justificam o aumento do déficit público. Como resultado, a dívida pública líquida, que se reduzia desde 1986, voltou a crescer.

No âmbito externo, o superávit externo japonês (tanto comercial quanto em conta corrente) aumentou. O ajuste recessivo, ao reduzir a atividade econômica, limitou a capacidade de importação do Japão. Além disso, as empresas, não tendo boas expectativas para o mercado interno, aceleram suas vendas no mercado externo. Ampliando-se esses efeitos em um contexto político maior, pode-se inferir que esses efeitos significam “a reversão no panorama de ajuste externo trilhado pelo Japão na segunda metade dos anos 80” (Torres Filho, 1997).

Após o estouro da bolha, uma grande quantidade de capital especulativo passou a ser o pesadelo das autoridades japonesas. Tendo incorrido em grandes prejuízos patrimoniais, muitas das garantias oferecidas perderam seu valor de mercado, o que gerou uma grande quantidade de créditos insolventes.

Esse contexto obrigou a economia japonesa a passar por uma nova reestruturação industrial, de modo que as exportações de bens de consumo durável declinaram, e as de máquinas e equipamentos, aumentaram.

Em termos geográficos, a crise que o Japão enfrentou após o estouro da bolha – ao representar o esgotamento de um modelo de crescimento – fez o país voltar atenções, novamente, para o continente asiático. Desse modo, as empresas japonesas passaram a realizar vários investimentos produtivos no continente asiático (que mergulhou em outra crise, em 1997: a Crise Asiática).

#### **4.6 A DÉCADA PERDIDA**

A década de 1990 é conhecida na literatura como “a década perdida”, quando se trata do desempenho da economia japonesa. Perdeu-se, em 12 anos

(1990-2002), tudo o que a bolha gerou em termos econômicos (a trajetória econômica japonesa neste período apresentou alguns picos esporádicos, insuficientes para se tornarem pontos de inflexão ao longo da década). Não tendo resolvido a crise que se seguiu ao estouro da bolha especulativa, a década perdida é marcada por crescimento lento; deflação; falências bancárias; e grande quantidade de *nonperforming loans* (créditos insolventes).

Os mercados financeiros com excesso de liquidez, com pouca regulamentação e com uma grande quantidade de agentes providos de uma exuberância irracional acabou espalhando a crise para outros mercados, corroborando problemas de solvência e enfraquecendo o crescimento econômico.

Nos primeiros dois anos da década de 1990, até se viu uma taxa de crescimento econômico considerável. Durante o restante da década, a taxa de crescimento médio foi de apenas 1%. Entre 1994 e 1997, parecia que a recuperação econômica do Japão havia tomado forma. Entretanto, a crise bancária (1997) chancelou o cenário recessivo em que o Japão se encontrava, e pode ser justificada por três elementos: (1) falta de recuperação sustentada; (2) contínua alavancagem das empresas; (3) empresas expostas a excessivos riscos de mercado e de crédito. Nesse ínterim, o ano de 1998 marca a primeira vez, desde os choques do petróleo, na década de 70, em que a economia japonesa apresentou crescimento negativo.

O Estado agiu para tentar solucionar a crise. Entretanto, tardou em começar a prover ações e reconhecer as perdas. Os pacotes fiscais da década de 90 eram centrados em: (1) investimento público; (2) suporte às pequenas e médias empresas; (3) assistência-emprego.

O investimento público dedicou 40% dos seus esforços em obras públicas, como estradas, ruas e pontes – investimentos que, apesar de apresentarem baixo retorno, ocupam mão-de-obra. O suporte às pequenas e médias empresas deu-se na forma de expansão de garantia de crédito. Esse programa teve um efeito dúbio, pois, apesar de mitigar a falta de crédito, atrasou a restauração necessária ao sistema bancário (ao dar cobertura de 100% contra perdas de bancos) e permitiu que agentes tomassem posições econômicas de maior risco, em um ambiente institucional não-favorável.

Apesar desses esforços, o aumento do gasto público não se refletiu no crescimento econômico. Enquanto o gasto público cresceu de 15% do PIB em 1990, para 60% do PIB em 2000, a taxa média de crescimento do produto manteve-se em torno de 1% entre 1993-2000.

Outra medida importante deu-se em 1997, com a Lei de Reforma Fiscal (estrutural). Entretanto, tal medida fora precocemente descartada em 1998, em função da contração econômica.

Em 1998, a política fiscal tornou-se verdadeiramente expansionista. Medeiros (2007) sustenta que tal medida deveria ter sido tomada anteriormente. De qualquer forma, o que se viu foram cortes de impostos e um déficit estrutural mais significativo. Apesar dos esforços dos *policymakers*, consoante exposto pelo IMF (2009), o impulso fiscal teve seus reflexos limitados, por três fatores básicos: (1) O investimento público efetivo foi menor que os enganosos números iniciais, com grande percentual de gastos para compra de terras, além de um investimento público orçado não realizado, haja vista alguns governos locais não terem sido capazes de encontrar fundos compatíveis; (2) natureza do tipo “começa-pára”, que se constituiu em uma prematura reversão dos impulsos, evidenciadas nas ações tomadas em 1997 e 1998; e (3) estímulos em projetos de baixo multiplicador fiscal.

Sinteticamente, a falta de resposta da economia para as ações fiscais adotadas podem ser resumidas da seguinte maneira:

- (1) Os estímulos fiscais de sucesso são aqueles em gastos com elevados multiplicadores – e esse não foi o foco das autoridades japonesas;
- (2) O atraso na restauração das taxas foi custoso, pois os gastos públicos da década de 90 não se refletiram no crescimento econômico, mas apenas no déficit público;
- (3) Igualmente, os estímulos fiscais devem ser retirados apenas após o sinal claro de recuperação econômica. Nessa acepção, a reversão do corte temporário de taxas em 1997 deu-se antes da hora. Ampliando-se a idéia deste ponto com a do ponto (2), entende-se que existe um hiato temporal entre a decisão de estimular a economia e o retorno dessa ação. As autoridades não tiveram o “time” necessário para abandonar uma saída custosa e sem retorno econômico, tampouco para sustentar o corte

temporário de taxas, medida que havia apresentado, inicialmente, retornos positivos.

- (4) Para que o impacto fiscal fosse maximizado, seria necessário que o crédito bancário fosse restaurado. A injeção de capitais bancários deu-se com relativo atraso, somente em 1999;
- (5) Nos estágios iniciais da crise, as autoridades devem adotar uma estratégia explícita de médio-prazo, comprometendo-se com a sustentabilidade das ações adotadas. Conforme exposto no relatório do IMF (2009), o Japão divulgou essas medidas somente em 2002.

A política monetária, por sua vez, também foi utilizada com o intuito de mitigar os efeitos negativos da crise. Entretanto, assim como o verificado na política fiscal, os impactos foram amortecidos. No caso da política fiscal, o sistema bancário foi o responsável por evitar que as ações tivessem um resultado mais significativo. A baixa demanda por crédito e as pressões deflacionárias, oriundas de uma baixa taxa de crescimento, forçaram o Banco do Japão (BoJ) a adotar medidas mais suaves para acabar com a deflação.

Inicialmente, tomou-se a medida padrão de reduzir os juros. Em 1995, o alvo passou a ser a taxa de *overnight*. Com o colapso das principais instituições financeiras em 1997, tornou-se evidente a necessidade de reformas institucionais. No ano de 1998, o BoJ tornou-se formalmente independente, o que veio a aumentar a gama e a flexibilidade das suas atividades monetárias.

A primeira medida importante data já de 1998. Naquele ano, o BoJ estabeleceu um facilitador temporário de refinanciamento. Entretanto, a facilidade de crédito não conteve a deflação, não só porque faltou vontade dos bancos em emprestar, mas também porque a demanda por crédito era baixa, haja vista a pressão que se fazia para que os níveis de alavancagem fossem reduzidos. Dadas essas circunstâncias, os canais normais de ação da política econômica estavam rompidos.

O que se adotou, então, foi uma medida não-convencional: a ZIPR<sup>4</sup>. Por não se tratar de uma medida convencional, tornou-se difícil explicá-la, de modo que alguns formuladores de política foram contra essa medida.

---

<sup>4</sup> Sigla para: zero interest rate policy

De qualquer forma, a ZIPR e as facilitações eram soluções não-finais e custosas, uma vez que comprometiam os lucros dos bancos (ao reduzirem o *spread*) e não impediam a quebra dos mercados monetários. Em suma, tais medidas rompiam os mecanismos de incentivos necessários para a sua efetivação.

#### **4.7 RESOLVENDO A CRISE BANCÁRIA**

É inegável que a falta de noção do tamanho do problema das NPLs e a fé inicial em que o problema passaria rápido retardaram a recuperação da economia japonesa. A resistência pública à quebra dos bancos, somada com a deficiência dos seguros de depósitos podem ter limitado a habilidade das autoridades.

A criação da Companhia de Aquisição de Crédito Corporativo (CCPC) evidencia uma das formas encontradas pelos grandes bancos, em parceria com o governo japonês, para a obtenção de ganhos fiscais e provimento da limpeza dos balanços. Trata-se de um mecanismo contábil, através do qual os bancos retiram ativos “podres” de seus balanços. Permite, também, um pagamento menor de impostos sobre os juros, caso esses créditos fossem rolados.

Além disso, a limpeza do sistema bancário passa por uma grande quantidade de provisões e reavaliações patrimoniais, através das quais os bancos encobrem perdas e evitam impostos sobre lucros patrimoniais.

Após sucessivas falências em 1995, o BoJ viu-se necessário a prover ajuda emergencial ao sistema bancário. E as ações adotadas vieram através dos empréstimos de última instância, do suporte ao mercado interbancário e na injeção de capital nos bancos falidos. Essas medidas resolveram o problema de crédito, mas não o da falta de capital dos bancos.

A tentativa de resolver essa questão veio via injeção de fundos públicos. Ainda assim, era necessário limpar os balanços dos bancos, para (1) garantir a avaliação real das más posições – iniciada em grandes bancos e, posteriormente, estendidas aos bancos regionais; (2) acelerar a disposição das NPLs (para tirar essas cifras dos balanços); (3) arrumar o capital dos bancos; e (4) fortalecer a supervisão.

Conforme CARGILL, HUTCHISON & ITO (1999), as respostas dadas à crise também foram atrasadas, devido: (1) à indecisão do Ministério; (2) aos problemas na administração de garantias de depósito; (3) à falta de liderança política; (4) ao poder político do setor agrícola; (5) à existência de três autoridades regulatórias (autoridades essas que competiam entre si, inclusive); e (6) à falta de vontade em admitir problemas de risco-moral.

A criação da *Industrial Revitalization Corporation of Japan* (IRCJ) veio a contribuir para a reestruturação do sistema de crédito. A supervisão veio com a criação da Financial Services Agency (FSA), que introduziu regras prudenciais, assumiu a posição do Ministério na atividade regulatória e tinha autoridade para aplicar ações de correção imediata. O sistema de insolvência também foi reestruturado (em linhas gerais, para trabalhos não-judiciais), e algumas melhorias nos sistemas de auditoria e consultoria também foram introduzidas.

A crise instaurada na economia japonesa após o estouro da bolha especulativa em 1991 foi, portanto, conseqüência de um processo de liberalização financeira iniciado na década de 1970 e estendido durante a de 1980. No momento os que as empresas passaram a se preocupar mais com as possibilidades de ganhos especulativos do que com os investimentos produtivos, o capitalismo oriental perdeu a base sólida que o sustentava.

É evidente que o contexto da década de 1980 não permitia que se mantivesse a mesma estrutura que sustentou o crescimento vertiginoso das duas décadas anteriores. De qualquer forma, houve excessos dos agentes públicos e privados: estes promoveram investimentos especulativos de forma deliberada; aqueles cancelaram o crescimento dessa bolha irracionalmente coesa, de modo que, por fim, acabaram perdendo a credibilidade necessária para contornar suavemente a crise econômica que se seguiu.

Em sendo assim, as ações de recuperação econômica esbarraram por vários motivos, devendo-se destacar a má gestão das autoridades em reconhecer as perdas e a não identificação de um problema estrutural no sistema bancário. A incerteza que se segue inviabilizou novos investimentos produtivos. O contexto econômico de armadilha pela liquidez e deflação impossibilitou possíveis ações de política monetária.

Só a partir o reconhecimento das perdas e de reformas no sistema bancário é que a economia japonesa passou a dar sinais de recuperação. Ainda assim, quando parecia recuperar-se de uma crise, o país passou a sofrer com a Crise *Subprime* (2007- ), semelhante em alguns aspectos, mas que atingiu a economia global como um todo, fazendo despencar bolsas de valores nos EUA, nos principais mercados da Europa e da Ásia.

## 5. CONCLUSÃO

O Japão é, indubitavelmente, um país que valoriza sua cultura. Com planos de desenvolvimento bem traçados em diversos momentos ao longo de sua história, tornou-se, em 1968, a segunda maior economia do bloco capitalista – mesmo tendo sido arrasada em 1945, quando do fim da Segunda Guerra Mundial.

Depois de passar por um processo de crescimento econômico insigne e ter se adaptado aos dois choques do petróleo, a economia japonesa mergulhou em uma profunda crise econômica, gerada pelo estouro de uma bolha especulativa, alimentada a partir de um contexto de desregulamentação financeira – tendo sido gerada, portanto, endogenamente.

Evidenciou-se que, durante os anos de crescimento, o modelo de crescimento econômico japonês fora sustentado, em grande parte, pelas exportações. Após os Acordos de Plaza, em 1985, a valorização do iene frente ao dólar dificultou a sustentação deste modelo.

Nesse contexto, muitas empresas japonesas perderam competitividade. Visando à proteção de tais empresas, o governo japonês deu início a uma série de liberalizações financeiras, que atingiram os mercados de títulos, as taxas de juros e as taxas de câmbio.

O processo de desregulamentação financeira deu-se em três frentes: sobre o mercado de títulos (tanto públicos quanto privados); nas taxas de juros; e na remoção dos controles de capital. Esses movimentos estão estritamente associados ao contexto histórico que compreende da segunda metade da década de 1970 e a segunda da década de 1980, em que não havia mais condições de

sustentar as estruturas econômicas criadas imediatamente após o fim da Segunda Guerra Mundial.

Esses movimentos liberalizantes resultaram na dissociação entre a gestão da política monetária e a política de crédito seletivo, e só se tornaram viáveis após a consolidação do ritmo de crescimento da economia em um patamar menos elevado e o surgimento de sucessivos superávits comerciais.

Em 1985-86, o aumento nos preços dos imóveis foi de 5000%. Apostando contra a queda desses preços, os bancos japoneses concederam empréstimos garantidos por imóveis em vez de fluxos de caixa. Esse se tornou o motor para a criação de crédito.

Esse cenário deu origem a uma bolha especulativa, na segunda metade da década de 1980. Seguiu-se, então, um processo de desvirtuamento na economia japonesa. O fulcro precípua que corrobora essa assertiva está calcado no fato de que o mercado chancelou ganhos inexistentes para as empresas, que passaram a ser recompensadas pela sua participação de mercado, e não pela lucratividade, de modo que empresas do mesmo setor cresciam de maneira similar.

Após a abertura do capital da Nippon Telephone and Telegraph, empresa do ramo de telefonia, em outubro de 1986, sucedeu-se uma elevada procura pelas ações, de modo que a distribuição delas ocorreu por um sistema de loteria especial.

Poucos meses depois, em fevereiro de 1987, os ministros das finanças do Grupo dos Sete, concordaram em proceder ao impedimento da continuação da queda do dólar perante o iene. Como consequência imediata, as taxas de juros no Japão foram reduzidas. Essa medida teve um efeito sobre os preços das ações, no sentido de valorizá-las (e muito).

Em 1987, ocorreu o encontro de Basileia, no qual líderes de vários bancos centrais discutiram, entre outros tópicos, as exigências que os banqueiros não-japoneses fizeram para que os bancos japoneses elevassem a razão de capital. Além disso, o acordo definiu que parte dos lucros sobre participações acionárias recíprocas passariam a ser consideradas como capital bancário. Desse modo, a capacidade dos bancos japoneses para aumentar o crédito tornou-se vinculada ao nível de preços das ações no mercado imobiliário de Tóquio.

Como desfecho dos acordos de Basileia, “os bancos centrais dos países participantes endossaram um esquema circular no qual a criação de crédito poderia continuar enquanto subisse o preço das ações. Essa foi a ‘falha fatal’ da bolha na economia”. (Chancellor, 2001).

De modo geral, esse contexto macroeconômico gerou uma situação na qual os as empresas estavam lançadas a um jogo especulativo sem perdedores; os indivíduos, ao suporem que o governo não permitiria a queda do preço das ações da Nippon Telephone and Telegraph, também destinaram recursos à especulação financeira.

Caracteriza-se, assim, um cenário de fragilidade financeira. A autoconfiança dos agentes econômicos torna socialmente aceitável que se assumam portfólios que seriam recusados se as margens de segurança estivessem mais rígidas. Desse modo, indivíduos com posição *hedge* tendem a se tornam *especulativos*, e estes, *Ponzi*.

A própria ação dos bancos comerciais chancela esse movimento, perpetuando o ciclo, uma vez que tais instituições dependem da concessão de empréstimos a longo prazo, na base da tomada de empréstimos a curto prazo (depósitos). A adoção de medidas restritivas caberia ao Banco Central, o qual se mostrou omissivo durante os anos de formação e crescimento da bolha especulativa.

Pode-se constatar uma série de óbices às tentativas de solução dessa crise, os quais aprofundaram os efeitos deletérios da crise econômica que se seguiu na década de 1990.

A sustentação dessa bolha, iniciada no mercado imobiliário, deu-se através do uso da política monetária e da manipulação dos valores no mercado acionário. De qualquer forma, o novo padrão econômico alterou a estrutura da economia, sendo que as principais mudanças deram-se no âmbito do consumo (que se elevou), além do fato de que os imóveis passaram a ser utilizados como garantia para novos empréstimos.

Desse modo, a economia japonesa manteve-se imersa em um círculo vicioso, encerrado apenas com o estouro da bolha, em 1989, quando Uasushi Mieno substituiu Satoshi Sumida na presidência do Banco de Japão e ampliou, por sucessivas vezes, a taxa de desconto oficial. A proficuidade dessas medidas

foi suave. Como os preços dos imóveis continuando a subir, o presidente Mieno elevou, em março de 1990, as taxas de juros mais cinco vezes. Com os ganhos de longo prazo tendo ficado muito mais rentáveis que os de curto prazo, configurou-se, assim, uma situação em que o sistema acionário japonês perdeu a base do que o sustentava.

Essa foi a trajetória que levou o Japão a uma crise econômica profunda. A literatura deu para a década de 1990 o epíteto de “a década perdida”, em que a taxa de crescimento da economia estagnou. As autoridades promoveram medidas para tentar tirar a economia da situação em que se encontrava. Não obstante, uma série de fatores impediu que a economia se recuperasse, devendo-se destacar a má gestão no reconhecimento das perdas, a falta de ações mais incisivas no começo da crise, a falta de credibilidade do governo e ocorrência simultânea de taxa de juros nominal igual a zero e inflação negativa, que vieram a inibir os efeitos da política econômica.

A solução para a crise foi buscada, então, estruturalmente, e passou pela reformulação do sistema bancário. Entretanto, a economia japonesa, antes mesmo de se recuperar plenamente, ainda sofreu com os danos causados pela “Crise *Subprime*”, iniciada em 2007.

## REFERÊNCIAS

BLANCHARD, Oliver. **Macroeconomia 4ª Edição**. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

BRAGA, José Carlos de Souza, **Financeirização global: o padrão sistêmico e riqueza do capitalismo contemporâneo**, In: TAVARES, M. C. e FIORI, J. (orgs.), *Poder e Dinheiro – Uma Economia Política da Globalização*, Rio de Janeiro: Vozes, 1997.

BRANSON, **Macroeconomia: teoria e política 2ª Edição**. Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian, 2001.

CANUTO, Otaviano. **A armadilha pela liquidez na versão do Banco Japonês**. Disponível em < <http://www.eco.unicamp.br/artigos/artigo127.htm>> Acesso em 15/05/2009.

CANUTO, Otaviano. **A crise financeira japonesa**. Disponível em <<http://www.iea.usp.br/iea/artigos/canutocrisejaponesa.pdf>> Acesso em 21/03/2009.

CARGILL, Thomas F; HUTCHISON, Michael M; ITO, Takatoshi. **Preventing bank crisis: lessons from recent global bank failures**. Chicago: World Bank Publications, 1999.

CHANCELLOR, Edward. **Salve-se quem puder: uma história da especulação financeira**. São Paulo: Schwarcz, 2001.

COSTA, Fernando Nogueira da. **Economia monetária e financeira: uma abordagem pluralista**. São Paulo: Makron Books, 1999.

COSTA, Fernando Nogueira da. Mecanismo de transmissão monetária: interação e iteração. **Economia e Sociedade**, n 5, p- 159-179, dez 1997.

DYMSKI, Gary A., **Bolhas de ativos e crises em Minsky**: uma abordagem especializada, *In*: FERRARI FILHO, F. e PAULA, L. F. (orgs.), *Globalização Financeira: Ensaio de macroeconomia aberta*. Petrópolis: Vozes, 2004.

ESPÍNDOLA, Januário Della Mea; VERGARA, Paulo Monteiro. **O Japão face à aliança norte-americana**: A redefinição do papel japonês como liderança mundial. Disponível em <<http://www6.ufrgs.br/nerint/folder/artigos/artigo7.pdf>> Acesso em 13/09/2009.

GILPIN, Robert. **O desafio do capitalismo global. A economia mundial. ... século XXI**. Rio de Janeiro: Record, 2004.

HOBBSBAWM, Eric. **Era dos extremos – o breve século XX – 1914-1991**. São Paulo: Companhia das Letras, 1995.

ICHIMURA, Shinichi. **Political Economy of Japanese and Asian Development**. Tóquio: Springer, 1998.

IMF. **Regional economic outlook – Asia and Pacific. Global crisis: the Asian context**. Disponível em <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/reo/2009/apd/eng/areo0509.pdf>> Acesso em 15/05/2009.

KINDLEBERGER, Charles P. **Manias, pânico e crashes**: um histórico das crises financeiras. Porto Alegre: Ortiz, 1992.

LANDES, David. **A riqueza e a pobreza das nações**: por que algumas são tão ricas e outras tão pobres. Rio de Janeiro: Elsevier, 1998.

LEVI, Maria L. Liberalização financeira, bolha especulativa e crise bancária no Japão. **Revista de Economia Política**. v. 17, n 1, p. 40-59, jan/mar 1997.

LEVI, Maria L. **O sistema de financiamento das empresas japonesas**: a estrutura montada no segundo pós-guerra e os impactos da liberalização financeira na década de 80. Dissertação de Mestrado apresentada ao IE – UNICAMP, julho de 1996.

McKINNON, Ronald I. **A moeda e o capital no desenvolvimento econômico**. Rio de Janeiro: Interciência, 1978.

MEDEIROS, Carlos Aguiar de, **A Economia Política da Internacionalização sob Liderança dos EUA**: Alemanha, Japão e China, *In*: FIORI, (org.), *O Poder Americano*. Rio de Janeiro: Vozes, 2007.

MEDEIROS, Carlos Aguiar de, A Economia Política da Crise e da Mudança Estrutural na Ásia. **Economia e Sociedade**, n 17, p- 33-54, dez 2001.

MEDEIROS, Carlos Aguiar de, SERRANO, Franklin. **Padrões monetários internacionais e crescimento**, In: FIORI, (org.), *Estados e moedas no desenvolvimento das nações*. Rio de Janeiro: Vozes, 1999.

MELIN, Luiz Eduardo, **O enquadramento do iene**: a trajetória do câmbio japonês desde 1971, In: TAVARES, M. C. e FIORI, J. (orgs.), *Poder e Dinheiro – Uma Economia Política da Globalização*, Rio de Janeiro: Vozes, 1997.

MOLLO, Maria de Lourdes R., Instabilidade do capitalismo, incerteza e papel das autoridades monetárias: uma leitura em Minsky. **Revista de Economia Política**. V. 8, n. 1, p. 100 – 123, jan/mar 1998.

OECD, **OECD Factbook 2009**: Economic, Environmental and Social Statistics - Prices - Purchasing power and exchange rates - Rates of conversion. Disponível em <<http://statlinks.oecdcode.org/302009011P1T051.xls>> Acesso em 02/11/2009.

PEREIRA, João Basílio, AQUINO, Dayani Cris de. **Estado e Crise no Capitalismo**: a instituição de última instância. Disponível em <[http://www.sep.org.br/artigo/1712\\_48d7808f00bc59a74aaed550c3d15213.pdf](http://www.sep.org.br/artigo/1712_48d7808f00bc59a74aaed550c3d15213.pdf)> Acesso em 13/09/2009.

PINDYCK, Robert S.; RUBINFELD, Daniel L. **Microeconomia 6ª Edição**. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2006.

SANDRONI, Paulo. **Dicionário de Economia do século XXI**. Rio de Janeiro: Record, 2005.

TAVARES, Maria da Conceição. **O Desafio Japonês**. Disponível em <<http://www.eco.unicamp.br/artigos/tavares/artigo31.htm>> Acesso em 15/05/2009.

TAVARES, Maria da Conceição, MELIN, Luiz Eduardo; **Pós-escrito 1997**: a reafirmação da hegemonia norte-americana, in: TAVARES, M. C. e FIORI, J. (orgs.), *Poder e Dinheiro – Uma Economia Política da Globalização*, Rio de Janeiro: Vozes, 1997.

TORRES FILHO, Ernani T. **A crise da economia japonesa nos Anos 90 e a retomada da hegemonia americana**, In: TAVARES, M. C. e FIORI, J. (orgs.), *Poder e Dinheiro – Uma Economia Política da Globalização*, Rio de Janeiro: Vozes, 1997.

TORRES FILHO, Ernani T. **Japão**: da industrialização tardia à globalização financeira, In: FIORI, (org.), *Estados e Moedas no Desenvolvimento das Nações*. Rio de Janeiro: Vozes, 1999.

TORRES FILHO, Ernani T. A Crise da economia japonesa nos anos 90: impactos da bolha especulativa. **Revista de Economia Política**, v. 17, n 1, p. -19, jan/mar 1997.

TORRES FILHO, **Japão**: características estruturais da crise econômica atual. Disponível em <<http://ftp.unb.br/pub/UNB/ipr/rel/ipri/2000/3617.pdf>> Acesso em 15/05/2009.

VARIAN, Hal R. **Microeconomia**: conceitos básicos. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.