

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

**A CRISE ECONÔMICA JAPONESA DOS ANOS 1990 E A ARMADILHA DE
LIQUIDEZ**

Jonattan Rodriguez Castelli

**PORTO ALEGRE
NOVEMBRO DE 2010**

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

**A CRISE ECONÔMICA JAPONESA DOS ANOS 1990 E A ARMADILHA DE
LIQUIDEZ**

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

Orientador: Prof. Dr. André Moreira Cunha

**PORTO ALEGRE
NOVEMBRO DE 2010**

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	5
2. CONCEPÇÕES TEÓRICAS	7
2.1. A Preferência pela Liquidez em Keynes.....	7
2.2. A Armadilha de Liquidez Keynesiana	11
2.3. ZIRP (Zero Interest Rate Policy)	13
2.4. O Modelo IS-LM.....	14
2.4.1. A Curva IS	14
2.4.2. A Curva LM	15
2.4.3. O Modelo IS-LM	16
2.4.3.1 Modelo IS-LM e a Política Fiscal	17
2.4.3.2. Modelo IS-LM e a Política Monetária	17
2.5. A Teoria Austríaca do Ciclo Econômico.....	17
2.5.1. Elementos da Teoria.....	17
2.5.2. O Ciclo Econômico.....	20
2.6. Políticas Monetárias	24
2.6.1. Open Market	24
2.6.2. Depósito Compulsório	25
2.6.3. Taxa de Redescoto	25
3. ANTECEDENTES HISTÓRICOS	27
3.1. De 1945 à 1952: O Pós-Segunda Guerra Mundial	27
3.2. De 1953 à 1973: O Milagre Japonês	32
3.3. A Formação da Bolha Especulativa	34
4. A CRISE FINANCEIRA DOS ANOS 1990	37
4.1. Uma Visão Geral da Crise	37
4.2. A Política Monetária	43
4.3. O Estouro da Bolha	44
4.4. Os Impactos Econômicos	45
4.5. Os Anos 1990: A Década Perdida	46
5. A ARMADILHA DE LIQUIDEZ JAPONESA	48
5.1. O Fim dos Anos 1990 e as Armadilhas de Liquidez.....	48
5.2. A Hipótese da Armadilha de Liquidez Japonesa	50
5.2.1. A Ótica Keynesiana	50
5.2.2. A Crítica Monetarista	54
5.2.3. A Crítica da Escola Austríaca.....	56
5.2.3.1. A Relação Lucro-Investimento como Forma de Refutar a Hipótese de Armadilha de Liquidez Japonesa	58
5.3. A Recuperação da Economia Japonesa	60

6. CONCLUSÃO	63
7. ANEXOS	66
7.1. Gráficos	66
7.2. Tabelas	67
8. REFERÊNCIAS	69

1- INTRODUÇÃO

O objeto de estudo deste trabalho é a economia do Japão. Esse pequeno país, de cultura milenar, desenvolveu-se muito a partir do final do século XIX, com o término do Xogunato e o alvorecer da Era Meiji¹. Desde então, o crescimento econômico japonês foi sempre espantoso e, durante a maior parte do século XX, tal país foi um modelo de desenvolvimento, emulado por outras nações, particularmente na Ásia.

Contudo, a fase áurea do crescimento da economia japonesa, foi o período que se seguiu ao fim da Segunda Guerra Mundial e estendeu-se até meados dos anos 1980. Nessas décadas, a indústria japonesa desenvolveu-se aceleradamente e, já em 1968, o Japão torna-se a segunda maior economia do mundo capitalista.

Entretanto, durante a década de 1990, o Japão entrou em uma forte crise econômica que teve origem no mercado financeiro, passando pela desregulamentação dos bancos japoneses. Essa crise teve conseqüências em escala mundial, em especial na Ásia, podendo ser comparada, dada as proporções, à crise das subprimes iniciada em 2007. Portanto a importância de se estudar a crise que assolou o Japão é ter-se uma maior compreensão da crise econômica pela qual passamos atualmente, pois existem muitas semelhanças entre elas. Conhecendo-se bem os desdobramentos da crise japonesa podemos tomar o cuidado de não incorrer nos mesmos erros cometidos no período pelo Banco do Japão² em sua política monetária e fiscal.

Outro fato que faz o estudo da crise financeira japonesa ser relevante nos dias de hoje, é que tal crise começou a tomar forma a partir do Acordo de Plaza, de 1985, no qual os EUA pressionaram tanto Japão como Alemanha a valorizarem suas moedas, o iene e o marco respectivamente, em relação ao dólar. Esta pressão norte-americana pela valorização das moedas japonesa e

¹ A Era Meiji foi um período de quarenta e cinco anos, que se estendeu de 8 de setembro de 1868 a 30 de julho de 1912. Ao longo dessa fase da história nipônica o Japão passou por um intenso processo de modernização, eliminando características de feudalismo que sua sociedade ainda apresentava em pleno século XIX. Essa fase de modernização do Japão é conhecida na literatura como Restauração Meiji.

² A partir desse ponto irei me referir ao Banco do Japão pela denominação BoJ.

alemã assemelha-se muito à guerra cambial que desponta hoje – onde os EUA pressionam a China a promover a valorização do Yuan diante do dólar, política essa que o governo chinês evita com medo de cair em uma recessão como a que o Japão viveu nos anos 1990.

Dessa maneira, o objetivo principal deste trabalho é analisar a crise financeira na qual o Japão esteve imerso nos anos 1990, passando por suas causas e conseqüências. Além disso, toma-se como hipótese básica a ocorrência de uma armadilha de liquidez no Japão pós crise financeira. A partir disso, busca-se inferir se tal hipótese é, de fato, condizente com a realidade da economia japonesa e se essa consegue explicar a depressão pela qual o Japão atravessou após o estouro da bolha especulativa. Para tanto, buscou-se a utilização de uma literatura de cunho keynesiano, que este autor crê ser a mais indicada para a realização de tal análise, além de textos de autores que seguem uma linha mais ortodoxa, as escolas monetarista e austríaca. A partir da oposição de tais correntes, pode-se desenvolver uma discussão coerente e interessante da hipótese da existência, ou da não existência, de uma armadilha de liquidez no Japão pós-crise financeira.

Esta monografia possui quatro partes. A primeira parte tratará do arcabouço teórico utilizado na elaboração desta monografia. Nela serão apresentados conceitos importantes para a compreensão dos objetos de estudo, a crise financeira e a armadilha de liquidez, tais como: a conceituação da preferência pela liquidez keynesiana, ciclos econômicos, modelo IS-LM e de armadilha de liquidez e política de juros zero.

Na segunda parte, será feita uma breve perspectiva histórica da economia japonesa, indo do final da Segunda Grande Guerra até o momento do estouro da bolha especulativa, no final dos anos 1990. Já na terceira teremos uma breve descrição da crise financeira japonesa, apontando-se tanto suas causas, o seu desenvolvimento e os efeitos econômicos que esta teve sobre a economia nipônica.

Por fim, na quarta parte, tenta-se evidenciar a existência de uma armadilha de liquidez na economia japonesa no pós-crise e analisar as políticas que foram adotadas para combatê-la, posicionando-se quanto à eficiência dessas.

2 – CONCEPÇÕES TEÓRICAS

2.1. A Preferência pela Liquidez em Keynes

O agente econômico para Keynes tem uma forte preferência pela liquidez. Ele não deseja separar-se do dinheiro, não por uma propensão patológica para a retenção de riqueza, nem por querer acumular dinheiro simplesmente pelo desejo de possuí-lo, mas sim porque na visão de tal agente o dinheiro é o equivalente geral, a senha que dá acesso a todos os bens e que o assegura contra qualquer infortúnio. Assim, para Keynes, a preferência pela liquidez é uma resposta racional à incerteza.

A retenção de moeda permite que o agente a troque por alguma opção mais sedutora. A primeira opção seria trocá-la por consumo e a segunda por um investimento na aplicação da poupança em títulos de empréstimo ou de propriedade. Essas duas opções diferem-se, basicamente, no grau de incerteza que elas podem proporcionar, pois enquanto o consumo é algo, quase sempre, palpável e dá satisfação material, o investimento em um título que no futuro poderá vir a ser mais rentável ou podendo vir a ser um prejuízo financeiro ao investidor, carrega consigo um grau maior de incerteza.

Keynes, então, coloca o agente econômico numa situação em que esse já destinou parte de sua renda ao consumo de bens necessários a sua existência. De tal forma, o restante da liquidez deve ser destinada à pura retenção dessa ou a uma forma de investimento, como a compra de ações etc. Se vivessémos em um mundo no qual não houvesse assimetria de informação, o agente poderia, de maneira mais simplificada, destinar a sua liquidez sobressalente ao investimento que mostra-se mais rentável aos seus olhos, havendo um lugar para arbitragem entre risco e valor esperado. Porém, conforme Keynes (1972), no ato em que o agente separa-se da liquidez, ele não sabe se o que pretende adquirir superará a rentabilidade de melhor alternativa, inclusive a da liquidez, que apesar de nula, existe. De acordo com Chick (1993), Keynes via que a decisão de se separar da liquidez é tomada a partir de uma expectativa não probabilística.

Um agente que considera a possibilidade de se separar de sua liquidez em troca do pagamento de um juro, fará isso se acreditar que o juro compensa o risco

de uma possível perda decorrente de poder vir a precisar do dinheiro, tendo então de pagar um juro mais elevado pelo empréstimo que lhe deram do que o juro pago pelo que o agente emprestou. Mas o grau de confiança na probabilidade de subida da taxa de juro pode ser maior ou menor e isso também condiciona a disposição para o abandono da liquidez. A confiança neste caso tem um preço e esse é maior quando essa não é abundante.

A armadilha de liquidez keynesiana refere-se exatamente a uma situação em que as taxas de juro são tão baixas e o receio de uma subida futura tão grande ou, dito de outra forma, em que a confiança na estabilidade da taxa de juro é tão baixa, que não há forças capazes de vencer a preferência pela liquidez.

Mas o juro que se pode obter emprestando dinheiro não é a única compensação que existe para o abandono da poupança líquida. Além disso há o lucro que pode advir da aplicação da poupança em empreendimentos 'produtivos', ou melhor, empreendimentos que criam emprego. Nas palavras de Keynes (1972, p.150):

“Houve um tempo em que as empresas eram geralmente controladas pelos que empreenderam o investimento e o investimento dependia de uma oferta suficiente de indivíduos com temperamento determinado e impulsos construtivos que embarcavam nos negócios como forma de vida” e em que as decisões de investimento eram irrevogáveis, "indissolúveis, como o casamento.”

Para Keynes, a liquidez era ambígua, envolvendo o que ele próprio encarava como um dilema:

“muitas vezes facilita, embora algumas vezes entrave, o curso do novo investimento” [...] “aumentando, em qualquer caso a instabilidade do sistema.” KEYNES (1972, p.160)

De acordo com Keynes, no momento em que se reconhece a extrema precariedade da base de conhecimento em que se fundamentam as expectativas de rendimento futuro dos vários tipos de ativos, pode-se ver o motivo pelo qual a liquidez pode facilitar o investimento. Quando impera a incerteza, a liquidez seria uma escapatória em caso de emergência. Nas palavras de Keynes (1972, p.149):

“Para o investidor individual, poder gabar-se da 'liquidez' do seu compromisso, é algo que acalma os nervos e reforça a disposição para correr um risco.”

No entanto, é certo que, como lembrava Keynes, as decisões de investimento que são revogáveis para o indivíduo, não o são para a comunidade.

Há uma não correspondência micro-macro que se pode traduzir numa redução do risco individual não transponível para o agregado. Mais complexa é a razão pela qual a liquidez pode entrar o curso do novo investimento e aumentar a instabilidade do sistema. Os "mercados de investimento" foram instituídos no pressuposto de que iriam facilitar a realização do milagre da mão-invisível: afetar o capital aos usos socialmente mais vantajosos. Não obstante, as coisas passam-se bem ao contrário, pensava Keynes.

Suponhamos, por absurdo que seja, que um agente onisciente considerava vantajoso investir uma soma elevada construindo uma nova empresa. Será que continuaria disposto a fazê-lo se existisse no "mercado de investimento" um negócio equivalente, mas mais barato, que pudesse ser adquirido sem remover uma pá de terra que fosse? Certamente que não. Nesse caso o novo investimento seria abandonado em troca da aquisição de títulos de propriedade de um negócio já existente; a avaliação do mercado entraria o novo investimento. Mas porque motivo haveria o mercado de avaliar o investimento abaixo do seu valor real, isto é, aquele valor que só o agente onisciente conhece?

O mercado pode 'enganar-se', tende mesmo a 'enganar-se' sistematicamente, porque não existem agentes oniscientes, ou pelo menos um agente que seja tomado como tal pelos restantes, e porque as escolhas individuais feitas em contexto de incerteza não são independentes.

O valor dos ativos tem uma natureza convencional, isto é, resulta de uma multiplicidade de decisões descentralizadas, mas não independentes. A consciência de que o valor dos ativos resulta de uma multiplicidade de decisões, justifica que cada indivíduo tenha em consideração na sua decisão a sua expectativa relativa à escolha dos outros. Na realidade, os seus ganhos e as suas perdas dependem da sua capacidade de antecipar as escolhas dos outros. E na medida em que as decisões de cada um dos outros são também condicionadas por expectativas do mesmo tipo, trata-se de adivinhar o que os outros pensam que irão ser as escolhas dos outros. Nos "mercados de investimento", como escrevia Keynes, não se trata apenas de antecipar quais os títulos que se vão valorizar, nem quais os títulos que os outros pensam que se vão valorizar, trata-se antes, num terceiro grau de recursividade, de "antecipar o que a opinião média

dos peritos antecipa como opinião média" podendo mesmo haver quem "pratique o quarto, o quinto e graus ainda mais elevados" (Keynes, 1972, p.156).

Keynes designava por especulação esta atividade de antecipação de segundo, terceiro ou de grau ainda mais elevado, comparando-a a um jogo e opondo-a a empresarialidade, isto é, a "atividade de prever os rendimentos esperados dos ativos ao longo de todo o seu ciclo de vida" (Keynes; 1972, p.155). É importante ressaltar que na visão de Keynes, no mundo da liquidez financeira, a especulação, tal como a preferência pela liquidez, era uma modalidade de comportamento racional. Inexplicável em termos de pura racionalidade era a iniciativa empresarial. A especulação é assim descrita por Keynes (1972, p.157):

“não é o resultado de uma propensão irracional (*wrong-headed*). É o resultado inevitável de um mercado de investimento organizado ao longo das linhas acima descritas. Não é sensato pagar 25 por um investimento de que se antecipa um rendimento que justificaria um valor de 30, se ao mesmo tempo se acredita que o mercado irá valorizá-lo a 20 daqui a três meses.”

Keynes ainda levanta a irracionalidade que há em basear as decisões de investimento em expectativas de longo prazo:

"O investimento baseado em expectativas de longo prazo genuínas é hoje difícil ao ponto de só dificilmente ser praticável. Quem o tentar fazer enfrentará não mais dificuldades como correrá riscos maiores do que alguém que se dedique a adivinhar melhor do que a multidão o modo como a multidão se vai comportar." KEYNES (1972, p.165).

Assim o quê vemos é, mais uma vez, uma não-correspondência micro-macro, pois à medida em que os indivíduos desenvolvem estratégias especulativas, buscando uma maior rentabilidade, isso pode carregar um resultado social indesejável. A liquidez, portanto surge como um remédio à incerteza e à insatibilidade econômica; porém, nos mercados financeiros esse remédio pode traduzir-se como uma instabilidade sistemática, acrescentando incerteza à incerteza individual. Dessa maneira, para Keynes, era, no mínimo, curioso haver espaço para a iniciativa empresarial, pois se essa fosse fundamentada de maneira racional – da média ponderada de benefícios por probabilidades – já teria, usando as palavras de Keynes, “murchado e morrido” (Keynes; 1972, p.161-162). O que Keynes conclui, então, é que se a empresarialidade ainda existe é porque ela depende mais do otimismo espontâneo, do *animal spirit*, do que do simples cálculo matemático.

Contudo, o *animal spirit* é, como qualquer estado psicológico, inconstante. Assim, quando ocorre uma crise, os agentes tendem a escolher a liquidez. Isso levaria a um cessamento da formação de capital, exatamente no momento em que esse seria mais necessário. De tal forma, pode-se formular o dilema de Keynes: quando se dá uma crise, os mercados tentam conter o pânico através da liquidez, que acalma os nervos e encoraja a formação de capital, no entanto, ao mesmo tempo ela cria instabilidade e crises de confiança, cujo último resultado é corrida aos bancos em busca da saída de emergência: a liquidez.

Conforme Keynes, o *laissez-faire* não sobreviveria a comoções com estas proporções. Pela ótica keynesiana, a ordem e a reprodução da sociedade de mercado dependia de um centro de racionalidade exterior a ela própria:

"Espero ver o Estado, que está em posição de calcular a eficiência marginal dos bens de capital no longo prazo, com base na vantagem geral da sociedade, assumir uma responsabilidade cada vez maior na direção direta do investimento" KEYNES (1972, p.164).

2.2. A Armadilha de Liquidez Keynesiana

Na economia monetária, uma armadilha de liquidez ocorre quando a taxa de juro nominal se aproxima de zero, ou o atinge, e a autoridade monetária se vê impedida de estimular a economia usando os instrumentos tradicionais da política monetária. Nestas circunstâncias, as pessoas não esperam grandes retornos dos investimentos físicos ou financeiros e mantêm os seus ativos em depósitos bancários de curto prazo em vez de fazer investimentos de longo prazo.

Em circunstâncias normais a autoridade monetária pode estimular a economia reduzindo a taxa básica de juros (*policy rate*) ou aumentando a base monetária. Qualquer das duas medidas deve aumentar os empréstimos e financiamentos, o consumo e o investimento fixo. Quando a taxa de juros relevante se aproxima de zero ou o atinge, a autoridade monetária não pode proceder a reduções adicionais nas taxas de juro para estimular a economia. Portanto, perde a capacidade de influenciar a economia através do canal taxa de juro. De acordo com Blanchard (2007; p.443):

"Quando a taxa nominal de juros é igual a zero, e uma vez que as pessoas tenham dinheiro suficiente para suas transações, elas se tornam indiferentes entre reter moeda ou títulos. [...] Isso implica que, quando a taxa nominal de juros é igual a zero, aumentos adicionais da oferta de moeda não têm qualquer efeito sobre a taxa nominal de juros."

A autoridade monetária pode aumentar a quantidade de dinheiro em circulação na economia, mas os métodos tradicionais de política monetária não injetam dinheiro novo diretamente na economia. Ao invés, a nova liquidez criada tem de ser injetada na economia real através de intermediários financeiros tais como os bancos. Num ambiente em armadilha de liquidez, os bancos evitam atribuir empréstimos e a nova liquidez criada pelo banco central fica assim presa por detrás de financiadores relutantes.

Dessa maneira, nota-se o quão prejudicial uma armadilha de liquidez é para uma economia, dado que ela tende a impossibilitar o surgimento de novos investimentos e, assim, obstruir o crescimento econômico de um país que está preso nessa patologia econômica. Não obstante, o Japão esteve imerso em uma situação muito peculiar e mais grave, que foi uma combinação de uma armadilha de liquidez com uma deflação.

É natural pensar que se uma elevação acelerada dos preços é algo ruim, uma queda acelerada desses seria algo bom. Contudo, isso está longe de ser verdadeiro. Uma coisa seria uma desinflação, ou seja, uma queda das taxas de inflação, outra seria uma deflação. Na primeira a taxa de inflação está em queda, mas é positiva. Portanto, os preços elevam-se ao longo do tempo, mas mais lentamente. Na segunda, a taxa de inflação é negativa. Isso significa que os preços, de fato, estão caindo. Se visto de uma maneira ingênua, pode-se acreditar que uma queda nos preços é algo bom, principalmente para os consumidores, mas devemos analisar essa situação procurando a sua razão. E qual seria a origem da queda dos preços se não a queda da renda dos consumidores, em outras palavras, um aumento do desemprego e conseqüentemente uma redução do mercado consumidor.

Uma armadilha de liquidez pode não ser um problema tão sério, se combinada a ela tivermos uma taxa de inflação esperada positiva. Considerando que a taxa de juros real é dada pela equação:

$$r = i - \pi$$

Temos que, sendo a taxa nominal de juros igual a zero, uma taxa de inflação esperada positiva resulta em uma taxa real de juros negativa. Ou seja,

mesmo em uma armadilha de liquidez, teria-se como impulsionar o investimento e o consumo. Entretanto, como a economia japonesa conviveu, não só com uma armadilha de liquidez, como também com uma forte deflação, resultava-se disso uma taxa real de juros positiva, sendo que quanto maior a deflação, maior era a taxa real de juros. De fato, o Japão estava preso a um círculo vicioso, pois a deflação diminuía seu produto e a armadilha de liquidez fazia com que as autoridades monetárias japonesas ficassem de mão atadas. Conforme Blanchard (2007, p.446):

“Um produto baixo leva a mais deflação. Mais deflação leva a uma taxa real de juros maior e a um produto ainda menor, e não há nada que a política monetária fazer quanto a isso.”

Portanto, percebe-se que a situação em que a economia do Japão encontrava-se era grave, não só pela armadilha de liquidez em si, mas por essa estar combinada a uma intensa deflação.

2.3. ZIRP (Zero Interest Rate Policy)

A Zero Interest Rate Policy (ZIRP), política ZIRP ou política de taxas de juro zero, é uma política monetária adotada por economias com crescimento fraco ou que estão experimentando deflação.

Em uma política ZIRP, o banco central mantém taxas de juro de 0% ou próximas em termos nominais. Segundo Ben Bernanke (1999) o objetivo de uma política ZIRP é levar a um crescimento do investimento, visto que a barreira de custo de capital que um projeto de investimento tem que vencer para ser viável se torna praticamente nula.

“Porém, quando uma política ZIRP é adotada, geralmente isso acontece porque o nível de endividamento das famílias ou empresas já cresceu de tal forma que a propensão para assumir mais dívida, mesmo muito barata, é bastante baixa.”
BERNANKE (1999, p.04)

O principal exemplo de uma ZIRP é o Japão contemporâneo, onde a taxa básica de juros está ainda (novembro de 2010) em 0,50%, sendo que sua taxa de desconto foi de 0,10% entre 19 de setembro de 2001 e 14 de julho de 2006. No entanto, com a crise das subprimes de 2007 muitos outros países, como os EUA, encontram-se em situação semelhante à japonesa e passaram a adotar políticas

de juro zero na tentativa de incentivarem os investimentos e a demanda interna e assim recuperarem suas economias.

2.4. O Modelo IS-LM

2.4.1. A Curva IS

A curva IS origina-se da chamada relação IS, ou seja, é o equilíbrio do mercado de bens, que tem como condição para sua existência a igualdade entre a produção, Y , e a demanda por bens, Z . Onde:

$$Z = C(Y - T) + I + G;$$

Assim a condição de equilíbrio é dada por:

$$Y = C(Y - T) + I + G$$

Nessa igualdade, tomando o investimento como dado, temos que fatores que alteram o produto são as mudanças dos gastos do governo e os deslocamentos da demanda por consumo. Agora, no mundo real, o investimento não é constante e esse depende de dois fatores, basicamente: o nível de vendas, quanto maior o nível de vendas maior o incentivo para uma empresa investir, e a taxa de juros, que tem um efeito contrário, quanto mais elevada a taxa de juros menos atraente torna-se tomar um empréstimo e investir em capital. Assim, o investimento, I , é dado por:

$$I = I(Y, i)$$

Ou seja, o investimento depende, positivamente, da produção e negativamente da taxa de juros. Se considerarmos essa relação do investimento com a produção e a taxa de juros, teremos uma nova condição de equilíbrio do mercado de bens, ou seja a relação IS:

$$Y = C(Y - T) + I(Y, i) + G$$

A partir dessa relação de equilíbrio da curva IS, podemos observar os efeitos que uma política fiscal tem sobre ela. Por exemplo, analisando a equação

acima, se há uma política fiscal expansionista, na qual o governo aumente seus gastos, isso implica num aumento do produto, Y . Em contrapartida, por haver uma relação inversa entre produto e a taxa de juros, para que haja uma elevação do primeiro a segunda deve cair. O efeito de um aumento do consumo, seja por uma elevação da renda ou da queda dos impostos, teria o mesmo efeito da política fiscal expansionista, ou seja, maior produto e menor taxa de juros. Por outro lado, uma política fiscal contracionista teria um efeito inverso – menor produto e uma taxa de juros maior, assim como uma diminuição do consumo teria o mesmo resultado no produto de uma economia.

2.4.2. A Curva LM

A taxa de juros é determinada pela igualdade entre oferta de moeda e demanda por moeda:

$$M = Y L(i)$$

Nessa equação temos no lado esquerdo a variável M , que é o estoque nominal de moeda, e no lado direito a demanda por moeda, que é uma função da renda nominal Y e da taxa nominal de juros, i . Dividindo os dois lados da equação por P , nível de preços, teremos que a oferta real de moeda – estoque de moeda em termo de bens – é igual à demanda real por moeda, que depende da renda real, Y , e da taxa de juros, i . Algébricamente temos então:

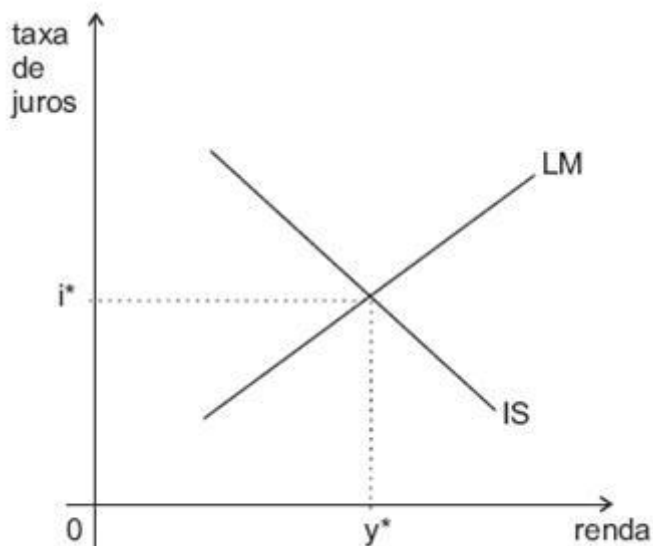
$$\frac{M}{P} = Y L(i)$$

É essa relação entre oferta real de moeda, renda real e taxa de juros que a curva LM representa. A partir dessa relação temos que uma renda maior implica numa demanda por moeda maior. Se considerarmos, no modelo, a oferta de moeda como dada, uma demanda por moeda maior implica uma elevação na taxa de juros, até que os dois efeitos opostos sobre a demanda por moeda – o aumento da renda que leva as pessoas a desejar reter mais moeda e o aumento da taxa de juros, que leva as pessoas a reter menos moeda – se cancelem

mutuamente, tendo-se, então um novo ponto de equilíbrio do mercado financeiro, com a demanda por moeda sendo igual à oferta inalterada de moeda.

2.4.3. O Modelo IS-LM

O modelo IS-LM é a combinação das duas curvas, IS e LM, portanto uma combinação entre o mercado de bens e o mercado financeiro. É a partir desse modelo, e do deslocamento de suas duas curvas, que se pode prever os efeitos de uma política econômica, seja ela fiscal ou monetária, sobre certa economia.



Acima temos uma representação gráfica do modelo IS-LM. Nesse gráfico, o eixo y representa a taxa de juros, enquanto que o eixo x representa a renda, o produto. A curva IS é negativamente inclinada, revelando a relação inversa entre a taxa de juros e o produto, enquanto a curva LM é positivamente inclinada, pois ela nos diz que à medida a demanda por moeda sobe, maior será a taxa de juros. De acordo com Blanchard (2007, p.89):

“O equilíbrio do mercado de bens implica que um aumento da taxa de juros leva a uma diminuição do produto. Isso é representado pela curva IS. O equilíbrio dos mercados financeiros implica que um aumento do produto leva a um aumento da taxa de juros. Isso é representado pela curva LM. Somente no ponto de intersecção das duas curvas, é que o mercado de bens e o mercado financeiro alcançam o equilíbrio.”

2.4.3.1. Modelo IS-LM e a Política Fiscal

A política fiscal de um dado governo pode ser de dois carâters: uma política fiscal contracionista ou uma política fiscal expansionista. Uma política fiscal contracionista, ou uma consolidação fiscal, significa uma redução do déficit do governo, uma elevação dos impostos, por exemplo. Enquanto que uma política fiscal expansionista é exatamente o contrário, um aumento do déficit, portanto.

Utilizando o modelo IS-LM pode-se saber qual será o resultado de qualquer uma das duas políticas. Primeiro, uma política contracionista, através do aumento de impostos. Nesse caso, um aumento dos impostos deslocaria a curva IS para a esquerda, para um produto menor e uma taxa de juros, também, menor.

Para uma política fiscal expansionista, muito recomendada por escolas keynesianas para combate de crises, um aumento dos gastos públicos fariam com que a curva IS desloque-se para a direita, ou seja, para um produto maior e uma taxa de juros também maior.

2.4.3.2. Modelo IS-LM e Política Monetária

Um aumento da oferta monetária é chamado de expansão monetária, enquanto que uma redução da oferta de moeda é conhecida como uma contração monetária ou aperto monetário. Quando se anuncia uma política monetária, seus efeitos podem ser previstos pelo deslocamento da curva LM.

Se uma política monetária expansionista ocorrer, a consequência disso será o deslocamento da curva LM para baixo, levando a um nível de produto maior e uma taxa de juros menor. No caso de uma política monetária contracionista, teremos o resultado inverso, um deslocamento da curva LM para cima, provocando uma redução do produto e um aumento da taxa de juros maior.

2.5. A Teoria Austríaca do Ciclo Econômico

A teoria austríaca do ciclo econômico surgiu com a obra *Theory of Money* (1912) de Ludwig von Mises. Essa foi a primeira exposição a respeito dos ciclos econômicos idealizados por Carl Menger. A partir de Mises muitos economistas

deram seguimento a essa análise, onde vale destacar as contribuições de Roger Garrison.

2.5.1. Elementos da Teoria

A teoria dos Ciclos Econômicos da Escola Austríaca é uma teoria monetária. Mises uniu a teoria da moeda com o estudo do mercado, a catalaxia³ (até então monetária era uma área específica independente da teoria econômica). Para desenvolver sua teoria Mises reuniu a teoria da utilidade marginal de Menger, a teoria do capital de Böhm-Bawerk e a teoria da moeda de Wicksell.

De Böhm-Bawerk Mises apropriou-se da contribuição que esse fez sobre o Ludwig von Mises herdou do austríaco Böhm-Bawerk a contribuição que este fez a respeito do fenômeno do juro, apesar de von Mises ter concluído que o processo se dava de maneira inversa do que fora descrito por Böhm-Bawerk. A descoberta de Böhm-Bawerk foi que o fenômeno do juro originário é representado pela diferença de valoração que um indivíduo dá a determinado bem no presente e no futuro. Nas palavras de Mises (1995, p.532):

“Juro originário é a relação entre o valor atribuído à satisfação de uma necessidade no futuro imediato e o valor atribuído a sua satisfação em períodos mais distantes do tempo. Manifesta-se na economia de mercado pelo menor valor dos bens futuros em relação aos bens presentes. É uma relação entre preços da mesma mercadoria, e não um preço em si mesmo.”

Desta forma, o juro representa um guia dos homens de negócios, no sentido de que ele revela a real preferência dos consumidores se estes estão tendendo a consumir mais bens no presente ou no futuro. Caso o estejam preferindo consumir mais no futuro, o juro tenderá a ser relativamente baixo, e vice-versa, influenciando o grau de investimentos e a estrutura produtiva de uma economia. É importante, nesse ponto, colocar que tal conclusão de Mises quanto ao juro é, exatamente, o oposto do proposto por Keynes. Além disso, Keynes afirma que se pode notar uma confusão de Mises quanto a conceituação de taxa de juros e a eficiência marginal do capital:

“O Professor von Mises propôs uma teoria peculiar da taxa de juros, a qual foi adotada pelo Professor Hayek e também, creio eu, pelo Professor Robbins. Segundo esta teoria, poder-se-iam identificar as variações da taxa de juros com a dos níveis de preços relativos dos bens de consumo e dos bens de capital. O meio

³ “Catalaxia significa a economia de mercado no mais puro do termo.” Mises (1995).

de chegar a esta conclusão não me ficou claro. Mas o raciocínio parece desenvolver-se da seguinte maneira: através de uma simplificação um tanto drástica, a eficiência marginal do capital é considerada como medida pela relação entre os preços de oferta dos novos bens de consumo e por preços de oferta dos novos bens de produção. Em seguida, esta relação é identificada com a taxa de juros. Chama-se a atenção para o fato de que uma baixa na taxa de juros é favorável ao investimento. *Ergo*, uma baixa na relação entre os preços dos bens de consumo e os bens de produção é favorável ao investimento. Por este meio, cria-se um elo entre o incremento da poupança de um indivíduo e do investimento agregado, pois é sabido que o aumento da poupança individual faz baixar o preço dos bens de consumo e, possivelmente, em proporção bem maior que dos bens de produção; portanto, isto significa, de acordo com o raciocínio precedente, uma redução na taxa de juros estimulará o investimento. Torna-se, portanto, evidente que uma diminuição da eficiência marginal de certos bens de capital específicos e, em consequência, uma baixa da curva da eficiência marginal do capital em geral produzem um efeito exatamente oposto ao que presume o raciocínio anterior, pois o investimento é estimulado quer por uma alta da curva da eficiência marginal do capital quer por uma baixa da taxa de juros. Por haver confundido eficiência marginal do capital com a taxa de juros, o Professor von Mises e seus discípulos chegaram a conclusões exatamente contrárias e erradas.” KEYNES (1972, p.137).

Para a Escola Austríaca o fenômeno do ciclo econômico não pode ocorrer numa economia livre, pois nela os juros e os preços estariam sinalizando, permanentemente, tanto o grau de escassez e utilidade dos bens e serviços, quanto a preferência temporal que passa a ser representada pela quantidade de poupança disponível. Assim, para os austríacos, o nível de investimentos, além dos fatores institucionais, é uma função da poupança disponível, sendo que os juros seriam um medidor desta disponibilidade.

Dessa forma, von Mises concluiu que as flutuações econômicas não poderiam ser justificadas como inerentes ao sistema de livre mercado, mas sim, eram causadas por algo externo a ele. Posto que o juro é um fenômeno não monetário, Mises afirmou que quem gerava as flutuações econômicas eram os governos e seu banco central, através da expansão monetária.

É importante ressaltar um aspecto fundamental da teoria austríaca: ela não considera a situação de pleno emprego e nem a de equilíbrio da economia. Os Austríacos acreditam que a economia é um processo, marcado pela mudança constante, sendo impossível atingir um nível tal qual o pleno emprego ou mesmo o equilíbrio. Segundo tal teoria, o mercado tende ao equilíbrio, no entanto, nunca o alcança. Portanto, considerando que as flutuações econômicas são causadas pelas políticas econômicas adotadas pelo governo, Mises enfatiza que um dos principais instrumentos que o governo dispõe para expandir a oferta de moeda é

através da manipulação da taxa de juros, via Banco Central ou pela impressão de notas fiduciárias pela autoridade monetária, fenômeno conhecido como poupança forçada.

2.5.2. O Ciclo Econômico

O Ciclo Econômico, consiste em flutuações do produto interno bruto em torno da sua tendência de longo prazo. Essas flutuações são recorrentes e não devem ser confundidas com grandes flutuações do produto, como depressões econômicas. Os ciclos econômicos podem ser de curto prazo (Kitchin - 3 a 4 anos), médio prazo (Juglar - 7 a 11 anos) ou de longo prazo (Kondratieff - 50 a 60 anos). Os ciclos de longo prazo são os associados a grandes mudanças estruturais, como, por exemplo, as Revoluções Industriais. Para muitos autores, o mundo encontra-se hoje no quinto ciclo de Kondratieff, baseado na era da tecnologia e globalização. É visível, entretanto, que os países não têm trajetórias semelhantes no que se refere ao nível de desenvolvimento econômico, tendo cada um as suas particularidades quanto à entrada e saída de ciclos econômicos.

Para a Escola Austríaca, o ciclo econômico possui quatro fases distintas: a expansão, a contração, a recessão e a recuperação. A Teoria Austríaca ainda divide a fase da expansão, do boom, em outras duas fases: o boom do setor de bens de capital e o aumento da demanda por bens finais.

Uma vez que o governo baixe as taxas de juros a níveis que não condizem com a oferta real de poupança, as autoridades estarão emitindo sinais para a economia como se o estoque de poupança tivesse aumentado. Assim, o crédito fica mais barato, e este sinal que os juros passam a emitir é um importante orientador do nível de investimento na economia. Com o dinheiro abundante no mercado, graças à queda artificial na taxa de juros promovida pelas autoridades monetárias, os empresários percebem que projetos de investimentos que antes não eram lucrativos, agora passam a ser. Em outras palavras, há uma sensação de que a preferência temporal dos agentes econômicos aumentou, isto é, os juros diminuíram.

Neste momento tem-se que a expansão de crédito estimula os homens de negócios a empreenderem novos projetos de investimentos. Ocorre uma

ampliação da capacidade produtiva da economia. Por consequência, mais fatores de produção são alocados e mais emprego é gerado. É a primeira fase do ciclo econômico, a fase do *boom* no setor de bens de capital. Conforme Mises (1995, p. 558):

“Mas uma queda na taxa de juro decorrente de uma expansão do crédito falseia o cálculo empresarial. Embora a quantidade de bens de capital disponíveis não tenha aumentado, o cálculo emprega parâmetros que só seriam utilizáveis se esse aumento tivesse ocorrido. O resultado, portanto, é enganador. Esses cálculos fazem com que alguns projetos pareçam viáveis e exequíveis, quando um cálculo correto, baseado numa taxa de juro não deformada pela expansão de crédito, mostraria a sua inviabilidade. Os empresários se lançam na realização desses projetos; a atividade empresarial fica estimulada. Tem início um boom.”

Segundo a teoria austríaca, o primeiro setor da economia a se lançar em novos projetos de investimentos, devido à expansão creditícia, é o de bens de capital. São os projetos de longo prazo (*long-term*) que, antes da expansão monetária, se mostravam inviáveis. Eles não correspondiam às preferências mais urgentes dos consumidores. Assim, a expansão do crédito provocada pela queda artificial na taxa de juros, provoca, antes de tudo, um estímulo nos setores de bens de capital. De acordo com Mises (1995, p.564)

“As condições tecnológicas obrigam a que a expansão da produção só tenha início após a expansão das instalações que produzem bens de uma ordem mais afastada dos bens de consumo acabados. Para expandir a produção de calçados, roupas, automóveis, móveis, casas, é preciso, primeiro, expandir a produção de ferro, aço, cobre e outros bens do mesmo gênero.”

Mises coloca a hipótese de que a expansão de crédito tenha se dado de uma só vez, sem repetição. Então, se a expansão monetária consistir de uma única injeção, ele admite que o boom não poderá durar muito tempo e a economia logo volta ao seu nível natural. Neste caso, tem-se que:

“Os empresários não conseguem obter os recursos de que necessitam para dar continuidade aos seus projetos. A taxa bruta de juro do mercado aumenta porque a maior demanda por empréstimos não é contrabalançada por um correspondente aumento na quantidade de moeda disponível para empréstimos. Os preços das mercadorias caem porque alguns empresários vendem seus estoques e outros se abstêm de comprar. A atividade empresarial se contrai novamente. A alta termina porque as forças que a provocaram deixaram de atuar. A quantidade adicional de crédito circulante esgotou a sua capacidade de influir sobre os preços e salários. Os preços, os salários e os vários encaixes individuais ajustam-se à nova relação monetária; deslocam-se em direção ao estado final que correspondente a essa nova relação monetária, sem serem desviados por novas injeções de meios fiduciários adicionais.” (MISES, 1995, p.558).

Mas, se o governo levar a cabo a expansão de crédito de forma persistente e cada vez mais intensa, o aumento do emprego dos fatores nas indústrias de bens de capital provocará uma maior demanda por trabalho, trazendo consigo um aumento no nível de salários. O aumento dos salários dos trabalhadores das indústrias de bens de capital, bem como o aumento da renda dos próprios donos dos fatores (empresários, fazendeiros, industriais) pressionará para cima a demanda por bens finais (bens de consumo) antes mesmo que estes setores tivessem aumentado a sua produção. Este movimento, por sua vez, pressionará para cima os preços dos bens de consumo finais. É a segunda fase do *boom*, caracterizada pelo aumento da demanda por bens finais e a correspondente alta destes preços, visto que, como não houve aumento na propensão a poupar, a relação consumo/poupança crescerá.

A terceira fase do ciclo tem início no momento em que o aumento dos gastos em bens de consumo, que agora se verifica de maneira cada vez mais forte, termina criando um cabo-de-guerra entre os setores produtores desses bens e as indústrias, ainda em expansão, de bens de capital.

“Esta disputa tem o efeito de aumentar tanto os preços dos bens de capital quanto a taxa de juros e, como as rendas são maiores nos estágios de bens de capital do que nos de bens de consumo (pois a expansão dos primeiros iniciou-se antes que a dos segundos), ocorrerá uma escassez de capital nas indústrias cuja expansão somente agora se inicia.” (IORIO, 1998, p.148).

Trata-se de uma competição por fundos de empréstimo que está sendo travada em todos os estágios de produção que pressionará as taxas de juros pra cima, provocando uma contração no crédito e no nível de investimentos.

Caso as autoridades monetárias julgarem importante seguir com a expansão desenfreada de moeda, com o intuito de evitar o efeito recessivo, decorrerá que o processo inflacionário se acelerará. Porém, somente até o ponto em que um número cada vez maior de pessoas começa se dar conta da queda do poder aquisitivo da unidade monetária e, por extensão, começam a agir numa busca desesperada por ativos reais, culminando no colapso do sistema monetário. Assim, chega-se a quarta fase do ciclo: a recessão, ou, na pior das hipóteses, caso o governo opte por insistir com a expansão monetária, o colapso do sistema. Segundo Mises (1995, p.554):

“Para aqueles que não estão engajados em negócios nem familiarizados com as operações de bolsa de valores, os principais veículos de poupança são a

caderneta de poupança, a compra de títulos e de seguro de vida. Todos estes tipos de poupança são prejudicados pela inflação. Assim sendo, desencoraja-se a poupança e incentiva-se o gasto extravagante. A reação final do público, a “fuga para valores reais”, é uma tentativa desesperada de salvar alguma coisa da ruína inevitável.”

A quinta e última fase do ciclo se dá quando a contração econômica ou o colapso do sistema faz com que a taxa de juros reflita a real disponibilidade de poupança da economia, ou seja, exerça o seu papel de indicar a preferência tempo, através das demissões em massa, de projetos inacabados que se revelaram anti-econômicos e de falências em todo o tecido do sistema produtivo. Segundo a Escola Austríaca, a depressão econômica é o ajuste inevitável que o sistema econômico passa em virtude de um *boom* econômico promovido artificialmente pelas autoridades monetárias, através da expansão do crédito. Mises adverte que “a essência da expansão de crédito não é o excesso de investimento, mas sim, é o investimento no setor errado, isto é, o mau investimento” (1995, p.563).

“Costuma-se descrever o boom como um período de excesso de investimento. Entretanto, só é possível haver investimento adicional na medida em que haja uma quantidade adicional disponível de bens de capital. Como, exceção feita à poupança forçada, o período de alta em si não resulta numa restrição, mas, ao contrário, num aumento do consumo, é impossível que por seu intermédio surjam os bens de capital necessários aos novos investimentos.” (MISES, 1995, p. 563).

Mises ainda diz que numa economia de livre mercado não ocorre o tal fenômeno de superprodução alegado tanto pelos marxistas quanto por Keynes e seus seguidores. A teoria austríaca ensina que se houver alguma mudança nas preferências dos consumidores ou mesmo um aprimoramento tecnológico, se estes não forem seguidos de expansão monetária artificial, o que ocorrerá será uma queda no consumo de determinados bens e um aumento no consumo dos bens em que os consumidores passaram a preferir ou aqueles que as novas invenções tecnológicas disponibilizaram. Mises assume que pode, neste caso, haver alguma quebra de empresas específicas, mas não ocorre o que se entende por crise de superprodução ou depressão generalizada, posto que as perdas de um lado serão contrabalançadas pelos ganhos das empresas que atraíram a demanda dos consumidores.

Dessa maneira, é fácil concluir que para os seguidores da Escola Austríaca, como Johnson, as crises são causadas basicamente pela intervenção

do Governo na economia, o que remete ao caso japonês. Para os austríacos a crise japonesa foi prolongada pelas ações intervencionistas do governo japonês e a receita ideal para o caso japonês seria o *laissez-faire*.

2.6. Políticas Monetárias

O Banco Central muitas vezes se encontra em situações nas quais necessita por determinadas razões expandir ou contrair a base monetária⁴. Muitas vezes, o governo tem o interesse de fomentar a atividade econômica interna e, para isso, pode utilizar uma política monetária mais frouxa, que estimule o crescimento econômico. Da mesma maneira, quando o interesse do governo é frear a atividade econômica, o Banco Central pode, através de determinados instrumentos de política monetária, contrair a base monetária.

Existem três instrumentos, pelos quais o Banco Central realiza política monetária: open market, depósito compulsório e taxa de redesconto. Quando o governo deseja expandir o crescimento econômico, pode realizar um deles ou todos simultaneamente. Uma prática comum é combinar tais políticas monetárias com políticas fiscais, aumentando seus gastos.

Durante os anos 1990 havia no governo japonês uma forte preocupação deflacionária. Portanto, a postura do governo japonês foi de expandir a base monetária para acelerar o crescimento da economia. Ao fazer isto, ele garantia que mais dinheiro ficaria disponível para a população realizar seus gastos. Assim, os gastos aumentariam e os preços tenderiam a elevar-se.

2.6.1 Open Market

O Banco Central muitas vezes entra no mercado para comprar ou vender títulos, esta política é chamada de open market (mercado aberto). Quando o Banco Central tem o objetivo de expandir a base monetária, entra no mercado comprando títulos. Ao fazer isto, ele coloca em circulação um determinado

⁴ *Base Monetária*: é quantidade de moeda que circula na economia. Mais que isso, ela é o estoque de moeda emitido pelo Banco Central desde seu início, ou seja, ela é o passivo do Banco Central. Contabilmente, a Base Monetária é igual ao papel moeda em poder do público mais as reservas bancárias compulsórias dos bancos comerciais, recolhidas pelo Banco Central.

montante de dinheiro que estava em seu poder. Com mais dinheiro em mãos, ou seja, com uma renda maior, a população irá consumir mais.

Isso tem um efeito muito positivo para o crescimento econômico, já que os vendedores irão encomendar mais de seus fornecedores, estes irão por sua vez comprar mais mercadorias das fábricas. Os empresários irão contratar mais pessoas para realizar a produção e por sua vez encomendar mais matéria prima. O agricultor irá contratar mais ajudantes, comprar mais fertilizantes e a economia toda cresce. Os trabalhadores irão receber uma massa maior de salários e gastar ainda mais e então todo o processo se repetirá. Ou seja, essa expansão monetária como o multiplicador keynesiano, onde o aumento de renda de uma parte da população iria acabar por impulsionando a aceleração de toda economia.

A situação contrária ocorre quando o Banco Central coloca títulos à venda. Ao vender títulos, o Banco Central recolhe dinheiro das mãos da população. As pessoas se sentem menos estimuladas a gastar e, conseqüentemente, o nível de atividade diminui.

2.6.2. Depósito Compulsório

O depósito compulsório é uma taxa fixada pelo Banco Central, que determina que uma parte dos depósitos à vista feita pela população nos bancos comerciais vai para o caixa do Banco Central. Este, por sua vez, pode aumentar ou diminuir a taxa do depósito compulsório de acordo com seus interesses, contudo, a mudança só vale para os novos depósitos.

Quando o Banco Central diminui a taxa do compulsório, o montante que os bancos comerciais devem enviar para o Banco Central diminui. Com isso, eles conseguem reter um montante maior para emprestar. Ou seja, a quantidade de crédito disponível à população aumenta. Com isso, mais dinheiro fica disponível para a população e os gastos aumentam e, a partir daí, a base monetária se expande, fazendo a economia crescer como um todo.

Quando o Banco Central aumenta a taxa do compulsório, ocorre a situação inversa. Os bancos comerciais vão dispor de menos recursos para emprestar. O crédito disponível para a população diminui e a base monetária se contrai, desacelerando a economia.

2.6.3. Taxa de Redesconto

A taxa de redesconto é a taxa de juros cobrada pelo Banco Central nos empréstimos aos bancos comerciais. Muitas vezes os bancos comerciais necessitam de empréstimos de curto prazo para cumprir alguns compromissos que, por falta de liquidez no período, não teriam como cumprir. O Banco Central funciona como uma espécie de prestador de última instância para os bancos comerciais.

Quando o intuito do Banco Central é injetar dinheiro no mercado, ou seja expandir a base monetária, ele abaixa a taxa de redesconto. Os bancos comerciais se sentirão mais estimulados a pegar mais empréstimos com o Banco Central e com isso, irão reservar uma parte maior de seus recursos para empréstimos e reservarão uma menor parte para as necessidades de curto prazo. Como consequência, o crédito disponível aumenta, a base monetária também, e a economia é aquecida.

Quando o Banco Central aumenta a taxa de redesconto, os bancos comerciais irão reservar uma maior parte de seus recursos para o cumprimento de suas necessidades de curto prazo e diminuirão o montante reservado aos empréstimos. Com isso, a base monetária se contrai e a economia desacelera.

3 – ANTECEDENTES HISTÓRICOS

3.1. De 1945 à 1952: O Pós-Segunda Guerra Mundial

Quando a segunda guerra mundial findou-se em 2 de setembro de 1945, com a rendição japonesa diante das forças aliadas, o Japão estava completamente destruído. Por aliar-se às forças do eixo, o país do sol nascente teve um final trágico, tendo seu clímax na destruição de Hiroshima, em 6 de agosto de 1945, e Nagasaki, três dias depois, por duas bombas atômicas lançadas pelo exército norte-americano.

Assim que a guerra terminou o Japão passou a ser administrado por um governo provisório liderado, especialmente, por militares e políticos norte-americanos e britânicos. A ocupação dos aliados foi bastante tranqüila, na medida em que o povo japonês não fez grandes oposições a essa. De fato, o que sucedeu foi que os japoneses perceberam que os EUA e a Grã-Bretanha não eram mais seus inimigos, mas sim os próprios militares japoneses. Após tantos anos de um governo rígido e limitador de liberdades, finalmente o povo japonês poderia usufruir de seus direitos plenamente, fato que não ocorria desde os princípios do Governo Meiji. As intenções deste governo provisório eram de uma clara tentativa de reconstruir a economia japonesa e desmantelar o aparato militar que imperava no governo nipônico, para assim construir-se uma nação regida pela democracia e um exemplo a contrapor-se à URSS e os países comunistas asiáticos. De acordo com Morishima (1989, p.217):

“Nas fases iniciais o objetivo da política de ocupação foi transformar o Japão, que ali evidenciara vitalidade, mas de caráter militarista e agressiva, num país que pudesse ser um pouco mais pacífico e democrático e assente no sistema de livre iniciativa.”

Em Novembro de 1945 foi enviada pelo comandante supremo das forças armadas, o general MacArthur, ao primeiro ministro Shidehara uma diretiva contendo cinco reformas tidas como básicas ao Japão daquele período: o sufrágio feminino, o direito de organização dos trabalhadores, uma educação liberal, a abolição do governo autocrático e a democratização da economia. Todas essas diretivas visavam à concretização do objetivo do governo provisório de

transformar o Japão em um país moderno e democrático, nos moldes britânico e norte-americano.

A reforma agrária e a democratização da economia tiveram um papel fundamental para o desenvolvimento econômico japonês, pois até aquele momento havia uma alta concentração de terras e empresas nas mãos de umas poucas famílias que as administravam a seu bel-prazer impossibilitando, dessa maneira, o crescimento da economia japonesa como um todo. A democratização econômica acabou com os *Zaibatsus*⁵ e foi lançado um imposto sobre as propriedades, inclusive às da família imperial japonesa – que ainda teve a maior parte de suas terras confiscadas. Como resultado da reforma agrária, em 1947, os proprietários agrícolas, que até aquele momento constituíam 36,5% dos agricultores, subiram para 51,1% do total, enquanto que os rendeiros diminuíram de 26,6% para 7,9%.

Foram tomadas diversas medidas para que o Japão se desenvolvesse econômica e politicamente, tornando-se um contraponto aos países socialistas asiáticos. Houve um relaxamento das reformas antimonopolistas, porém, por outro lado, exigiu-se a estabilização imediata da economia japonesa, como maneira de deter o processo inflacionário e os déficits comerciais externos, mesmo que isso tivesse um custo social elevado. Como o governo japonês revelou certa relutância em aceitar as políticas indicadas pelo governo de ocupação, impôs-se um programa que apoia-se em um orçamento superavitário e no estabelecimento de uma paridade cambial única entre o dólar e o iene. Conseqüentemente, ocorreu uma contenção imediata da inflação, estagnação da economia japonesa e elevados déficits comerciais.

Aproveitando-se da conjuntura favorável, os japoneses criaram instituições que assumiriam um papel fundamental para o crescimento econômico acelerado que levaria a economia japonesa a se tornar nos anos 1980 o segundo país mais rico do mundo capitalista. Dentre as mudanças institucionais mais relevantes destacam-se o fato de que o governo passou a ter um controle total do câmbio e as importações e a entrada de capital estrangeiro e o surgimento dos *Keiretsus*,

⁵ *Zaibatsus*: São empresas estatais, de todos os setores, criadas pelo governo, com o objetivo de acompanhar o desenvolvimento tecnológico do mundo ocidental, no qual o capital privado não tinha condições de atuar. Posteriormente, algumas dessas indústrias foram vendidas a baixo preço para empresários particulares, que mudaram os nomes dessas empresas para o seu nome ou o da família, como a Toyota, Honda, etc.

que são uma forma similar aos antigos *Zaibatsus*, reorganizados em novas bases. Esses conglomerados, que ao contrário do modelo antigo não eram controlados pelas famílias fundadoras, mas sim por uma sociedade corporativa, representavam uma tentativa do governo japonês de tentar promover uma política de “concorrência entre iguais”, visando, com isso, substituir a antiga indústria, fundamentada no setor têxtil, por um parque industrial baseado em bens de capital, insumos básicos e bens de consumo duráveis, incentivando essa nova indústria com um serviço de crédito facilitado.

Em decorrência dessas mudanças institucionais seguiu-se uma intensa competição entre os *keiretsus*, alimentada pela proteção que o governo dava a esses, dando acesso aos mercados internos somente às empresas nacionais. Esse sistema era bem aceito na sociedade japonesa da época e legitimado por alguns setores dessa, como pelos parlamentares, empresas e trabalhadores assalariados.

No setor industrial o Japão estava muito aquém de outros países, como EUA, Grã-Bretanha, etc. Certamente, que o país teve um forte crescimento de sua indústria desde o princípio do século XX. Durante a Primeira Guerra Mundial, por exemplo, importaram-se cientistas e pesquisadores – os industriais e políticos japoneses criaram institutos de pesquisa básica e expandiram o número de laboratórios industriais de caráter nacional, além de investirem na melhoria da educação científica e tecnológica. Ao longo da Primeira Guerra, a demanda por bens intermediários, produtos químicos, alumínio e aço, aumentou consideravelmente. No entanto, a oferta desses bens industrializados era muito restrita em razão do conflito que ocorria na Europa. Conseqüentemente a essa oferta limitada, as indústrias nacionais nipônicas viram-se estimuladas a produzir tais bens. A produção interna desses produtos causou uma ampliação, ainda maior, da formação de mão-de-obra, tanto por parte do governo como do setor privado, através de universidades, escolas especializadas e laboratórios de pesquisa. De acordo com Sbicca e Peláez (2006, p.431):

“O crescimento econômico no início do século XX foi baseado, principalmente, no progresso tecnológico da siderurgia, da indústria química e de outras indústrias pesadas. Estas cresceram a taxas superiores a 10% ao ano, entre 1900 e 1940, enquanto as indústrias de transformação como um todo cresceram 6% ao ano neste mesmo período. Isto significou uma mudança na estrutura produtiva japonesa, uma vez que no século anterior a indústria têxtil e a de alimentos foram as principais responsáveis pelo crescimento econômico.”

No Japão, a Segunda Guerra Mundial provocou o mesmo fenômeno ocorrido nos EUA e Alemanha, que foi o fortalecimento da indústria nacional através do atendimento da demanda militar pelo setor privado. Apesar de no caso japonês esse fenômeno ter sido bem menos intenso se comparado a esses países, dado que as taxas de importações no Japão eram de apenas 5% em 1902, enquanto que as do EUA, por exemplo, eram de 45% no mesmo período.

É interessante observar que mesmo contando com uma atividade interna de P&D, o Japão era muito dependente da importação de capital do exterior, principalmente dos EUA e da Europa, importação essa que ocorria constantemente desde os primórdios do Governo Meiji, quando a nação nipônica entrou em intenso processo de ocidentalização, principalmente, econômica. Dessa maneira, a Segunda Guerra Mundial foi crucial ao desenvolvimento da indústria japonesa, já que, assim como ocorreu com os países latino-americanos, o Japão iniciou um processo de substituição de importações, que teve um grande impacto na inovação tecnológica do país.

Um efeito iminente ao fim da Segunda Guerra Mundial foi a mudança de postura em relação ao comércio internacional. Ao contrário do que ocorreu quando houve o *crash* da bolsa de valores em 1929, onde os países do mundo inteiro fecharam-se para o comércio internacional e o protecionismo imperou como receita máxima de política econômica ideal para a recuperação da economia nacional, agora a máxima era abrir-se para o comércio, evitando assim a política protecionista desastrosa dos anos 1930, quando nações industriais fecharam as suas portas e janelas e empobreceram seus vizinhos. Era consenso entre os economistas da época o que Benjamin Franklin já havia afirmado há quase dois séculos antes, ou seja, de que nenhuma nação jamais fora arruinada pelo comércio.

Assim, como os demais países industrializados do ocidente, o Japão percebeu que abrir-se para o comércio internacional era a melhor saída para a continuidade de seu desenvolvimento. O principal obstáculo à economia japonesa sempre foi a escassez de matéria-prima. Essa escassez foi a razão principal que fez o Japão formar, juntamente com a Itália e a Alemanha, o dito Eixo durante a Segunda Guerra Mundial. Com o fim da guerra, tendo perdido quase tudo, o

Japão descobriu que era mais fácil adquirir a matéria-prima necessária à sua produção industrial através do comércio internacional do que invadindo os países vizinhos. Nas palavras de Landes (1998, p. 531):

“O Japão pré-guerra convencera-se de que o controle de matérias-primas era uma condição *sine qua non* de poder e riqueza; com efeito, entrara na guerra com o objetivo de garantir esse controle. Agora, tinham perdido tudo e descobriram, para sua surpresa, o que os economistas já podiam ter-lhes dito há muito tempo, a saber, que as matérias-primas podem ser entregues em condições competitivas em qualquer parte do mundo. Tudo o que é necessário é dinheiro para comprá-las. [...] Os japoneses tinham agora aprendido que era preferível ganhar comprando do que tomando à força.”

Assim o Japão pós-guerra passou por uma mudança de paradigma, deixando de ser um país que adotava uma política externa de cunho imperialista, para um país moderno e democrático que tinha no livre-comércio um fator fundamental para o desenvolvimento de sua economia. Ainda, semelhante ao que ocorreu na América Latina, o Japão passou por um intenso processo de substituição de importações, começando pelos bens intermediários e logo após para os de capital. Para tanto, houve um forte investimento à educação, tanto por iniciativa estatal como privada, que serviu de força motriz para a continuidade do crescimento da economia japonesa. A democratização da economia somada à reforma agrária teve um papel importantíssimo no desenvolvimento econômico do Japão, pois criou a possibilidade de uma parcela considerável da população japonesa ser incluída no mercado de trabalho, seja pela aquisição de terras desapropriadas que tornaram-se verdadeiras empresas rurais, como pelo fim dos *Zaibatsus*, que proporcionou o surgimento de novas empresas e aumento da competitividade da economia japonesa, com uma maior diversidade de produtos.

É interessante fazer-se uma análise do crescimento econômico do Japão pós-1945 pela perspectiva do *modelo de Solow*. Do ponto de vista dessa teoria, o crescimento econômico em ritmo acelerado que tanto o Japão como a Alemanha passaram não é nenhuma surpresa. De acordo com Mankiw (2007, p.59):

“Pensemos numa economia em estado estacionário; imaginemos agora que uma guerra destrua boa parte de seu estoque de capital. Não causa surpresa que, nessas condições, haja um imediato rebaixamento do nível de produto. Mas, enquanto a taxa de poupança – a fração do produto destinada à poupança e ao investimento – permanecer inalterada, a economia de algum modo acabará retornando ao estado estacionário anterior. Só que para isso, é preciso passar por um período de

crescimento acelerado, cuja ocorrência se deve ao fato de que, no nível inferior de estoques, o investimento é maior do que a depreciação, isto é, o produto aumenta porque mais capital é adicionado pelo investimento do que eliminado pela depreciação. Daí que, embora a destruição de parte do estoque acarrete, de início, a redução do produto, a ela se segue um crescimento mais acentuado que o normal.”

Assim o crescimento econômico japonês pode ser explicado, além do investimento à educação e produção de tecnologia, pela alta taxa de poupança que mesmo depois da Segunda Guerra manteve-se quase inalterada e permitiu o financiamento da recuperação do estoque de capital. A partir desse momento de recuperação de seu estoque de capital o Japão atingiu um nível de crescimento econômico acelerado conhecido na literatura como o milagre japonês.

3.2. De 1953 à 1973: O Milagre Japonês

O período que segue-se de 1953 à 1973 é conhecido na literatura como o “Milagre Japonês”. Nesses vinte anos a economia japonesa cresceu em um ritmo acelerado a uma taxa média de 9,4% ao ano (como é demonstrado no quadro abaixo). Houve a eliminação do déficit externo de natureza estrutural e a substituição da antiga indústria por uma nova, baseada nos setores de equipamentos de alto valor e densidade tecnológica.

QUADRO 1

O Crescimento Econômico do Japão (1945-2000)

Períodos	Taxa de crescimento real da economia
1945-1952	5,0%
1952-1960	9,2%
1960-1970	10,4%
1970-1980	5,2%
1980-1990	3,8%
1990-2000	2,2%

Fonte: Ichimura, 1998; OCDE Outlook, 2002.

É importante salientar de que apesar do crescimento extraordinário da economia japonesa, ele não foi um caso isolado, mas sim o maior expoente de um período da história da economia mundial, de 1950 a meados do anos 1970, tido como a Era de Ouro do capitalismo do século XX. Conforme Hobsbawn (1998), a Era de Ouro foi um fenômeno mundial, embora a riqueza jamais chegasse à vista da maioria da população do mundo. Os países desenvolvidos, de uma maneira geral, foram os que mais se beneficiaram desse momento de crescimento econômico mundial acelerado – em todas essas décadas tais países representaram cerca de três quartos da produção do mundo e mais de 80% de suas exportações manufaturadas. Tal aquecimento da economia mundial foi causado por vários fatores, dos quais vale destacar a reinserção dos países europeus e do próprio Japão no comércio mundial, após suas economias terem sido reerguidas da destruição massiva da segunda guerra mundial; a abertura do comércio internacional; ao contrário do que houve após a crise de 1929, onde imperou o protecionismo, os países capitalistas abriram suas economias para a entrada e saída de mercadorias; e ainda o terremoto tecnológico advindo da onda inovativa de novos bens de capitais e do próprio modelo de produção industrial. Nas palavras de Hobsbawn (1998, p.260-262):

“Três coisas nesse terremoto tecnológico impressionam o observador. Primeiro, ele transformou absolutamente a vida cotidiana no mundo rico e mesmo, em menor medida, no mundo pobre [...] Segundo, quanto mais complexa a tecnologia envolvida, mais complexa a estrada que ia da descoberta ou invenção até a produção, e mais elaborado e dispendioso o processo de percorrê-la [...] Terceiro, as novas tecnologias eram, esmagadoramente, de capital intensivo e (a não ser por cientistas e técnicos altamente qualificados) exigiam pouca mão-de-obra.”

Dessa maneira, mesmo o Japão sendo um país com grandes carências naturais, ele conseguiu se desenvolver de forma acelerada, por esse ter investido pesadamente em P&D e produção de capital intensivo. Além do alto investimento em educação, ocorreram políticas bem reguladas que permitiram existir um contexto ideal ao crescimento industrial da economia nipônica. De acordo com Canuto, foi desenvolvida um sistema de financiamento onde os bancos eram hegemônicos na intermediação financeira e ao mesmo tempo eram o destino da poupança dos trabalhadores japoneses. Ocorria, então, uma transferência da renda, a partir desses bancos, da população japonesa para o financiamento da

indústria. Constituía-se um modelo em que objetivava-se a expansão do mercado e não das taxas de lucro. A partir desse contexto institucional que criou-se no Japão, a indústria nipônica desenvolveu-se voltando-se para si mesma. Fato que é observado por Torres Filho (1997, p.02):

“[...] a indústria japonesa voltou-se para si mesma, criando condições endógenas para uma produção manufatureira ascendente.”

Já em 1968 o Japão era a segunda maior economia do mundo capitalista, mesmo sendo um pequeno país, pobre em recursos naturais, protecionista, avesso ao capital estrangeiro e com forte intervenção estatal. No entanto, o milagre japonês terminou de maneira abrupta, quando deu-se o choque do petróleo. Nas palavras de Nakamura (1985, p.85):

“a partir do momento em que o Japão retomou sua independência, em 1952, até o choque Nixon em 1971 e o choque do petróleo em 1973, o PNB japonês rapidamente [...] e em 1968 tornara-se na segunda maior economia do mundo capitalista. [...] a crise do petróleo de 1973, foi na verdade o fim de um rápido crescimento no Japão. [...] a economia japonesa era tão dependente da importação de petróleo bruto para a transformação em energia, que viu sua conta de importações subir assustadoramente.”

No entanto, o país saiu da recessão que se seguiu muito mais rapidamente que as outras nações, apenas para ser apanhado pela nova subida do petróleo resultante da revolução iraniana em 1978. A partir de então, a economia japonesa passou a tentar manter um crescimento constante a um nível mais baixo, cerca de 4 a 5% ao ano.

3.3. A Formação da Bolha Especulativa

Os EUA em princípios dos anos 1980 passavam por uma fase de reativa alta da inflação. Além disso, o dólar estava desacreditado no mercado internacional. Em consequência disso, os EUA valorizaram sua moeda e tomaram medidas de estímulo ao mercado interno. À medida em que houve a apreciação cambial do dólar, as exportações japonesas cresceram, ocasionando um acúmulo de mega superávits comerciais, tornando, assim, o Japão no maior credor líquido do mundo. Nesse novo contexto tudo indicava que o Japão tornaria-se a nova potência mundial.

Entretanto, “os EUA acabaram reafirmando sua hegemonia, através da diplomacia do dólar forte, submetendo seus parceiros ao seu projeto de recuperação econômica” (TAVARES; 1998, p. 02). Com tal medida, executada a partir do Acordo de Plaza, ocorreu a valorização do iene frente ao dólar (*endaka*)⁶, que provocou a redução das exportações nipônicas, a valorização de seus ativos financeiros e o aumento dos gastos com consumo por parte dos japoneses.

A *endaka* ainda fez com que o Japão termina-se por acumular muitos dólares em pouquíssimo tempo, preocupando as autoridades econômicas japonesas no sentido de que isso poderia vir a provocar uma valorização ainda maior da taxa de câmbio dólar/iene. Com o intuito de impossibilitar tal valorização da taxa de câmbio, intensificou-se a internacionalização da economia nipônica, eliminando-se os controles sobre os movimentos de capital.

Além da maior internacionalização da economia japonesa, o modelo de crescimento acelerado pelo qual o Japão passava acabou ruindo com o *endaka*, pois os bancos japoneses, que eram os grandes detentores da dívida pública norte-americana, sofreram grandes perdas patrimoniais com a desvalorização do dólar, e visto que esses eram os grandes financiadores do crescimento industrial japonês, sucedeu-se uma falta de capital para que houvesse a continuidade das taxas de crescimento acelerado que a economia japonesa experimentava desde os anos 1950, o que era aprofundado pela queda vertiginosa das exportações japonesas.

Ocorre uma inversão dos investimentos das empresas japonesas, que deixam de investir tanto na produção de bens, devido à queda das exportações ocasionada pela apreciação do iene frente ao dólar, para voltar-se para o mercado financeiro exterior que mostrava-se mais rentável. Essa guinada para o mercado financeiro, por parte das empresas nipônicas, foi alimentada por medidas da política econômica do governo japonês: a eliminação do controle de capitais, a desregulamentação das taxas de juros sobre depósitos, a introdução de inovações financeiras e a redução da taxa de redesconto pelo Banco do Japão. Conforme Torres Filho (1997), essa onda de redirecionamento de portfólios das empresas nipônicas, evidencia um processo especulativo mais

⁶ *Endaka*: Processo de valorização do iene frente a outras moedas.

amplo, que se focou, principalmente, no mercado imobiliário, no qual os preços dos ativos começaram a subir, formando a bolha especulativa.

4 – A CRISE FINANCEIRA DOS ANOS 1990

4.1. Uma Visão Geral da Crise

Conforme Otaviano Canuto (2000), até a crise do petróleo nos anos 1970 a regulamentação financeira foi essencial à estratégia de *catching up*⁷ da economia japonesa em relação à economia americana, reprimindo os mercados de títulos de dívida negociáveis e tornando raras as emissões de ações ao grande público, o que garantiu a predominância absoluta dos bancos na intermediação financeira.

Contudo, após o primeiro choque do petróleo, constituíram-se mudanças significativas em alguns aspectos na trajetória de crescimento da economia japonesa. Primeiramente, ocorreu uma realocação para países periféricos dos segmentos básicos das indústrias de processamento de recursos naturais. E ainda, acentuou-se a especialização e aceleração do *upgrading* na indústria metal-mecânica, assim como em segmentos menos padronizados e mais intensivos em pesquisa e desenvolvimento (P&D) dos ramos de processamento.

Com isso consolidou-se a liderança japonesa em mercados, em escala mundial, eletrônico, automobilístico e de bens de capital. A economia japonesa continuou crescendo acima dos demais países desenvolvidos até 1991. Enquanto isso, a formação de bolhas especulativas com preços de ações e de imóveis elevava o valor das reservas e das bases financeiras empresariais. Essas bolhas especulativas e a desregulamentação dos bancos japoneses levaram à crise financeira que iria assolar a economia japonesa nos anos 1990. De acordo com Ernani Teixeira (1997), para que se possa identificar os fatores que levaram à crise financeira japonesa:

“é necessário recuar ao início da década de 1980 e analisar as estratégias de ajuste tomadas pelo governo, empresas e bancos nipônicos para enfrentar as pressões e desafios impostos pelo mercado internacional”. TEIXEIRA (1997, p.04)

Segundo o autor, a semente para a crise japonesa foi plantada com a decisão do FED de aumentar a taxa de juros americana a patamares nunca antes

⁷ *Catching up*: é uma estratégia de desenvolvimento baseada na construção combinada de um sistema de inovação e um sistema de bem-estar social, em um contexto democrático e participativo. Definir um processo de *catching up* como um objetivo de um país significa, entre outras coisas, buscar políticas de inserção ativa na ordem internacional.

atingidos, esse aumento dos juros teve como consequência uma forte valorização do dólar frente aos seus parceiros comerciais. Contudo, apesar de a moeda americana estar mais forte que as demais isso foi, de fato, prejudicial à balança comercial americana, pois nesse momento de tentativa de retomada econômica dos EUA a produção industrial norte-americana estava muito atrás da de seus parceiros comerciais, em especial em relação ao Japão, no que tange a produtos de tecnologia mais sofisticada. O efeito disso foi que, na primeira metade da década de 80, as exportações americanas estagnaram, enquanto as importações aumentaram em quase 50%, a despeito da redução do preço do petróleo. Desde então, os déficits comerciais têm sido, em geral, superiores a US\$ 100 bilhões. O Japão foi o maior beneficiário dos déficits comerciais norte-americanos. Entre 1982 e 1986, o desequilíbrio do comércio bilateral aumentou de US\$ 18,1 bilhões para US\$ 51,4 bilhões em favor do Japão. Como consequência, os japoneses passaram a acumular mega-superávits em conta corrente, o que os levou a se tornarem os principais credores líquidos do mundo.

Os elevados saldos frente aos Estados Unidos colocaram o Japão diante de dois problemas importantes: o primeiro era como realizar a transferência para o exterior desses gigantescos excedentes em moeda estrangeira, minimizando os desajustes macroeconômicos decorrentes desse processo; o segundo era 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.

Em 1985 foi firmado o Acordo de Plaza, onde os EUA exigiam que o iene fosse valorizado em relação ao dólar (podemos observar a evolução da taxa de câmbio real iene/dólar na Tabela 1) e isso provocou uma redução na taxa de crescimento da economia japonesa e na taxa de lucro dos setores exportadores.

Diante desse cenário, o governo japonês decidiu mudar a sua política monetária, tornando-a profundamente expansionista. Essa política monetária expansionista tinha, além da recuperação do nível da atividade econômica, como objetivo: fazer com que o setor privado continuasse comandando a reciclagem dos excedentes em moeda estrangeira, ampliando seu portfólio de ativos estrangeiros; e abrir a possibilidade de empresas afetadas negativamente pelo *endaka* obterem compensações financeiras em operações de arbitragem.

Evolução da Taxa de Câmbio Real (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

Fonte: OCDE, Factbook 2009: Economic, Environmental and Social Statistics.

Essa política, no fim, acabou criando um mercado especulativo de ativos, à medida em que empresas, como a Toyota, passaram a ter uma lucratividade expressivamente maior com a especulação do que com a produção industrial. O processo especulativo criou condições de sua própria reprodução em escala ampliada. Conforme Maria Luiza Levi (1997, p.08):

“a bolha especulativa que se formou no mercado financeiro e imobiliário japonês teve desdobramentos sobre as contas externas japonesas”. “A expectativa de valorização do iene em relação ao dólar, devido ao Acordo de Plaza, criou forte estímulo para que os agentes japoneses se endividassem em moeda estrangeira e, associada às perspectivas de valorização das ações e imóveis, impulsionou a constituição de posições ativas a esses mercados, tanto por parte de empresas como de bancos”.

No caso das empresas, as colocações dos títulos no exterior foram expressivas, mesmo para as dimensões dos mercados internacionais. Os tomadores japoneses, literalmente, comandaram o tamanho dos mercados internacionais de bônus conversíveis e bônus com direito de subscrição de ações até 1989/1990.

O que ocorreu, contudo, foi que grande parte dessas emissões acabou sendo absorvida pelos próprios japoneses. De acordo com Smith, de 80% a 90% das emissões feitas no euromercado por empresas japonesas, acabaram sendo vendidas diretamente para investidores japoneses. Essas operações de lançamento de bônus no exterior associadas à aquisição dos títulos pelos próprios investidores japoneses inflaram as saídas brutas de capital de longo prazo. No entanto, como foi argumentado por Nakao, na prática, o Japão exportou capital para adquirir títulos que acabariam sendo convertidos em riqueza no próprio Japão, na forma de capital acionário. Assim, percebe-se que o *boom* do capital japonês foi, antes de tudo, o reflexo da excepcional alta dos preços no mercado acionário e imobiliário no Japão.

Apesar do grande volume de recursos captados no exterior em moeda estrangeira pelas empresas japonesa, o Japão registrou acréscimos substanciais em sua posição credora em relação ao resto do mundo durante a segunda metade da década de 1980. Porém, ao longo da década, os investimentos do Japão no exterior superaram por larga margem o superávit em conta corrente do país. Ou seja, a posição credora do Japão contra o resto do mundo teve, em contrapartida, um déficit na balança de pagamentos, uma vez que o superávit em conta corrente não foi suficiente para financiar as aquisições líquidas de ativos estrangeiros feitas por agentes domésticos. Por sua vez, o déficit do balanço de pagamentos foi financiado pela contratação de dívida de curto prazo por parte dos bancos autorizados a operar com moeda estrangeira. Ainda, segundo Nakao (1995, p.121):

“o passivo líquido do Japão junto a bancos localizados no Reino Unido cresceu 3,2 vezes entre 1985 e 1990, contra 1,5 vezes entre 1980 e 1985. Com relação a bancos localizados nos EUA, o passivo líquido japonês cresceu 4,5 vezes entre 1985 e 1990, contra 1,6 vezes no período anterior”.

De acordo com Levi (1997), configurou-se, no Japão, uma situação paradoxal, na qual o país detentor do maior superávit em conta corrente contratou

grandes volumes de dívida de curto prazo no exterior para financiar suas posições ativas com o resto do mundo. A autora afirma que, em princípio, deveria haver uma tendência à desvalorização do iene frente às demais moedas, inclusive o dólar, dado que o balanço de pagamentos do Japão foi deficitário durante grande parte da década de 1980.

“Contudo, o que ocorreu de fato foi um processo de endividamento líquido comandado pelos bancos e empresas que operou no sentido de apreciar o iene através da pressão de venda de divisas estrangeiras no mercado de câmbio”. LEVI (1997, p.14).

Em termos líquidos, pode-se afirmar que essa pressão ficou concentrada no movimento dos bancos, já que a maior parte dos títulos lançados pelas empresas domésticas no exterior foi adquirida pelos próprios japoneses, com impacto líquido nulo sobre o mercado de câmbio, o que é levantado, também, por Levi (1997, p.14):

“Assim, é provável, que a maior parte dos elevados volumes de reservas internacionais oficiais registrados entre 1986 e 1988 tenha sido adquirida junto aos próprios bancos japoneses, que se endividaram em dólares para repassá-los à autoridade monetária e em seguida constituíram posições ativas em ienes na expectativa de apreciação da divisa japonesa”.

Dessa forma, a demanda líquida de ienes por parte dos agentes japoneses se manteve forte durante o período, contribuindo para pressionar o dólar para baixo e obrigando o BoJ a adquirir elevados volumes de moeda americana. Por sua vez, a tendência de valorização do iene a partir de 1986 criou forte estímulo para a realização de operações trianguladas, ou seja, transações envolvendo o mercado estrangeiro de títulos, o mercado cambial e os mercados domésticos de ações e depósitos bancários.

Maria Conceição Tavares (1998) levanta que a crise japonesa não foi apenas financeira, mas também teve uma face real que, de fato, é muito relevante para explicá-la.

“Para consolidar sua conquista dos mercados externos e aplicar seus excedentes de caixa, as empresas japonesas passaram a um movimento de internacionalização crescente a partir dos anos 80”. TAVARES (1998, p. 01).

Bancos, "tradings companies" e empresas industriais se tornaram globalizadas e isso acabou levando a uma deterioração dos laços de solidariedade vertical e horizontal que caracterizavam a sociedade japonesa,

tornando mais difícil a coordenação de decisões empresariais e estratégicas e a distribuição equilibrada dos frutos do progresso técnico. Todo o esquema de contratos estáveis de longo prazo e de cooperação técnica que ligavam grandes e pequenas empresas ficou em xeque e, finalmente, a famosa estabilidade no emprego ficou sob ameaça. Assim começaram a ser erodidas as próprias bases internas de sustentação do paradigma japonês.

O mecanismo doméstico fundamental de realimentação do processo especulativo foi a política de reservas bancárias do BoJ, que forneceu crédito barato ao sistema bancário em função da necessidade de contra-arrestar os efeitos recessivos da apreciação cambial. Os bancos, por sua vez, adiantavam poder de compra aos setores ligados aos mercados especulativos, potencializando sua demanda no mercado, impulsionando os preços para cima e elevando a capacidade de alavancagem de bancos e empresas.

A bolha especulativa que se formou no Japão teve diversos efeitos sobre a economia, dentre os quais pode-se citar: o aumento do consumo; aumento da demanda por produtos de luxo importados, em função da combinação dos preços crescentes dos ativos e iene mais forte; aumento do poder aquisitivo pessoal, conseqüência direta do corte no imposto de renda; 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); aumento de quase duas vezes da circulação de cartões de crédito e por fim, a dívida de consumo per capita atingiu os níveis americanos.

Foram, então, tomadas atitudes para conter-se a bolha especulativa, sendo a primeira a substituição do presidente do BoJ, Satoshi Sumida, por Uasushi Mieno que, ainda em 1989 aumentou diversas vezes a taxa de desconto oficial. Em 1990 o índice Nikkei ⁸ caiu drasticamente, aproximadamente uns dois mil pontos, contudo não houve um súbito colapso do mercado acionário, pois, segundo Chancelor (2001, p.125):

“atribuiu-se o declínio às vendas a descoberto feitas pelos estrangeiros no mercado futuro de ações, aberto no verão anterior, porém a verdadeira causa fora o aperto nas condições monetárias”.

⁸ *Índice Nikkei*: é o principal índice da bolsa de valores de Tóquio.

Com os preços dos imóveis continuando a subir, em março de 1990, o presidente Mieno elevou as taxas de juros mais cinco vezes.

Apesar das diversas políticas fiscais e monetárias tomadas pelo BoJ, em 1990 os escândalos financeiros empresas, governo e gângsteres japoneses vieram à tona e estouraram a bolha especulativa.

4.2. A Política Monetária

Quando foi assinado o Acordo de Plaza, o Japão entrou em uma crise econômica impulsionada pela alta do iene e a queda, subsequente, dos lucros das exportações japonesas. Visando a recuperação da economia, as autoridades monetárias nipônicas, então, reduzem a taxa de redesconto, na tentativa de que com essa medida houvesse um aumento da demanda interna, o que compensaria a queda das exportações. Nesse aspecto, deve-se afirmar, a política adotada foi bem sucedida – dado que tanto o consumo privado como o investimento (principalmente na construção) elevaram-se.

Um dos objetivos da nova política monetária era, claramente, dar uma compensação financeira às empresas que haviam sido prejudicadas pelo *endaka*, através da arbitragem, o que é ressaltado por Torres Filho (1997, p.06):

“a nova política monetária objetivava: estimular o setor privado a continuar comandando a reciclagem dos excedentes em moeda estrangeira e abrir a possibilidade de empresas afetadas negativamente pelo *endaka* poderem, temporariamente, obter compensações financeiras, em operações de arbitragem.”

A nova política, conhecida como *Zaitech*, teve como conseqüência que, à medida que as expectativas de valorização cambial do iene eram confirmadas pelo mercado de câmbio, um devedor acabava pagando, no final da dívida, um valor inferior ao crédito que este havia tomado. Em resultado a isso, tomar dinheiro emprestado tornou-se uma atividade lucrativa. Esse mecanismo de busca de lucros não-operacionais de natureza especulativa, conforme Torres Filho (1997, p.10):

“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.”

Dessa maneira, o Zaitech foi de grande valia à recuperação da economia japonesa do endaka, já que permitia, à medida em que as empresas mantinham seus lucros, a sustentação dos investimentos das empresas japonesas. Contudo, por outro lado, essa política possibilitou que houvesse uma sustentação da bolha especulativa.

4.3. O Estouro da Bolha

A substituição de Satoshi Sumida por Uasashi Mieno na presidência do BoJ, foi uma medida tomada no intuito de quebrar o círculo vicioso no qual a economia japonesa encontrava-se. Em 1989, a taxa de redesconto oficial sofrera vários aumentos. A essa elevação da taxa de redesconto deu-se, também, a subida do Nikkei, atingindo o maior pico até então já registrado. No entanto, já em 1990 esse índice havia caído 2 mil pontos – queda essa que foi justificada pelo declínio das vendas à descoberto feitas pelos estrangeiros no mercado futuro de ações, mas, que de fato, deveu-se à política monetária mais apertada.

Em março de 1990, os preços dos imóveis estavam em ascensão, isso fez com que o BoJ eleva-se as taxas de juros mais cinco vezes. Conforme Chancelor (2001, p.130):

“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 sustenta-se.”

Diversas medidas foram tomadas para amortecer os efeitos do estouro da bolha especulativa: 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. Contudo, apesar das medidas tomadas, o mercado acionário não foi afetado de maneira intensa.

No fim, o mercado não pôde compensar seus excessos. E no verão de 1990 a bolha estourou.

4.4. Os Impactos Econômicos

O estouro da bolha especulativa teve efeitos negativos muito intensos à economia japonesa. A taxa de crescimento, que nos anos 1980 chegara a uma média de 9,7% ao ano, caiu drasticamente, em contrapartida a taxa de desemprego, que sempre foi muito baixa, elevou-se. Em consequência do aumento do desemprego, a taxa de inflação dos produtos consumidos no Japão caiu, colocando o país em um processo de deflação, o que era agravado pela existência de uma armadilha de liquidez, reduzindo a possibilidade de a política monetária ser utilizada como um meio de combater a crise.

Através de uma política expansionista tentou-se incentivar o consumo, com a redução do imposto de renda e a aprovação de um orçamento suplementar para obras públicas. Contudo, como já afirmado, o Japão encontrava-se em uma situação de armadilha de liquidez, assim, por mais que tentasse incentivar o aumento do investimento e consumo, esse aumento não ocorria. Em última instância, essa política simplesmente aumentou o déficit público, mas não conseguiu fazer a economia japonesa voltar a crescer.

Para agravar a situação econômica do Japão, houve um aumento contínuo do superávit externo japonês, que era impulsionado não só pela desvalorização do dólar como pela queda das importações, graças à diminuição da atividade econômica e ao aumento significativo do desemprego entre a população japonesa. Por fim, esse superávit ocorria, também, pela mudança de perspectivas das empresas nacionais, que não tendo boas expectativas para o mercado interno, aumentaram suas vendas para o mercado internacional.

Após o estouro da bolha especulativa, uma grande quantidade de capital especulativo tornou-se um sério obstáculo às autoridades japonesas. Muitas empresas tiveram grandes prejuízos patrimoniais. Conseqüentemente, muitas das garantias oferecidas perderam seu valor de mercado, levando a uma enorme quantidade de empresas, que pediram auxílio ao BoJ tornarem-se insolventes. Com a crise a economia japonesa teve uma guinada quanto aos interesses de mercados internacionais, substituindo os EUA, como seus principais importadores, pelos países asiáticos (em especial a China e os tigres asiáticos). Além disso, a indústria japonesa foi reestruturada, voltando-se para a exportação

de bens de capital, como máquinas e equipamentos, em detrimento aos bens de consumo durável.

4.5. Os Anos 90: A Década Perdida

Durante os anos 90 a economia japonesa cresceu lentamente, enfrentado o sério problema da deflação, das falências bancárias e dos créditos insolventes. Nos dois primeiros anos dessa década, houve até uma taxa de crescimento razoável. Contudo, no restante da década a taxa de crescimento médio da economia japonesa foi de apenas 1%. O fato é que quando a economia nipônica parecia estar encaminhando-se para sua total recuperação, a crise bancária, desencadeada em 1997, demarcou de vez o cenário de recessão ao qual o país estava imerso – isso tudo em razão da falta de recuperação sustentada; da contínua alavancagem das empresas e de as empresas estarem expostas a riscos excessivos de mercado e crédito. Em consequência a este contexto de recessão, em 1998, a taxa de crescimento da economia japonesa apresentou um nível negativo, fato que não ocorria desde a crise do petróleo no anos 70.

Em decorrência das taxas de crescimento da economia terem sido tão baixas ao longo da década, o Estado japonês tomou certas medidas para combater a crise que se prolongava. Aproximadamente 40% dos gastos públicos foram destinados a obras públicas – tais como estradas, pontes, etc – que apesar de não oferecerem um retorno alto, agregavam muita mão-de-obra. Ainda, outra medida adotada, foi a expansão de crédito às pequenas e médias empresas, o que acabou por se mostrar como uma medida contraditória, pois ao passo que esta compensava a falta de crédito, ao mesmo tempo, atrasava a necessária restauração do sistema bancário, permitindo que agentes econômicos tomassem posições econômicas de maior risco em um ambiente institucional que não era nada favorável. No entanto, apesar de os gastos públicos terem passado de 15% para 60% , durante o período de 1990-2000, isso não refletiu-se na taxa de crescimento do PIB, mantendo-se em aproximadamente 1% por ano.

A partir de 1998 a política fiscal torna-se claramente expansionista: há um corte acentuado dos impostos e o déficit estrutural aumenta significativamente.

Não obstante, os efeitos dessa política fiscal expansionista mostraram-se bastante limitados.

Quanto à política monetária, essa também foi utilizada no intuito de combater os efeitos negativos da crise. Entretanto, assim como com a política fiscal, os impactos dessa política foram amortecidos.

É a partir de 1998, com a independência do BoJ, que as políticas monetárias ficam mais flexíveis e com um leque maior de possibilidades. Já nesse ano o BoJ estabelece um facilitador temporário de refinanciamento. Apesar da maior facilidade de crédito, não se conseguiu combater a deflação, tanto porque os bancos não estavam dispostos a emprestar quanto porque a demanda por crédito era muito baixa. A partir desse insucesso da política monetária, o BoJ passa a adotar uma política não-convencional: a ZIRP.

No fim, tanto a ZIRP como as facilitações de crédito não eram medidas finais e mostravam-se muito custosas aos bancos, comprometendo seus lucros com a redução do spread bancário e não conseguiam impedir a quebra dos mercados monetários – ou seja, tais medidas acabavam com os mecanismos de incentivo econômico. Portanto, o que se vê é que o Japão começa os anos 2000 ainda em crise, com uma taxa de crescimento do PIB de apenas 1% ao ano e com um entrave às suas políticas fiscal e monetária que não eram capazes de combater a crise de maneira eficaz.

5 – A ARMADILHA DE LIQUIDEZ JAPONESA

5.1. O Fim dos Anos 1990 e as Armadilhas de Liquidez

No início de agosto de 2000, o BoJ anunciou que elevaria a taxa de juros interbancária para 0,25%, dando começo ao fim da política de juros zeros, adotada em fevereiro do ano anterior. Tratava-se da primeira elevação de juros pelo banco central desde 1990.

Otaviano Canuto (2000) aponta que os problemas enfrentados pela economia japonesa desde os anos 1990 caracterizavam-se por possuírem duas dimensões distintas.

“A primeira refere-se às eventuais tendências de estagnação, enquanto que a segunda reporta ao choque financeiro e à acentuação das pressões deflacionárias a partir do ano de 1997.” CANUTO (2000, p. 02).

Em qualquer uma das duas dimensões, diversos economistas rotularam a situação econômica pela qual o Japão vivia como uma armadilha de liquidez, por ela encaixar-se na definição de Keynes de essa ser uma situação onde a política monetária expansiva não é suficientemente capaz de pôr fim a uma depressão.

O Japão, nos anos 1980, passou a enfrentar uma tendência estrutural à estagnação, devido, principalmente, à decorrência de um descompasso entre o volume dos planos de poupança privada e as oportunidades de investimento local com retorno positivo. Apesar dos superávits comerciais, das exportações de capital e do endividamento do setor público, somente com taxas de juros reais negativas poderia-se evitar essa tendência à estagnação.

Existem muitas explicações para o descompasso estrutural, que vão desde ao envelhecimento e aos hábitos poupadores da população nipônica, até à exaustão das oportunidades de investimento – que foram exploradas ao máximo nas décadas anteriores, desde os anos 1950. Uma explicação recorrente para explicar o descompasso estrutural da economia japonesa foi a hipótese de que o Japão estava preso em uma armadilha de liquidez.

“[...] esta tendência à deflação que se configurou na economia japonesa e o fato de que as taxas de juros não podiam cair mais, pois essas já eram zero, configuravam uma armadilha de liquidez.” KRUGMAN (1998, p.03)

As bolhas especulativas que se formaram nos anos 1980 resultaram do excedente estrutural de capacidade de financiamento, a partir da afrouxamento da regulação sobre as instituições financeiras, e o estouro dessas bolhas deixou uma herança de ativos podres⁹ nas carteiras dos ativos financeiros. Para resolver esse problema, o governo japonês decidiu fazê-lo gradativamente, permitindo, dessa maneira, que as carteiras de ativos fossem recicladas paulatinamente, graças ao financiamento a juros reduzidos. Em consequência dessa decisão do governo, os anos 1990 foram de baixa criação de créditos novos, investimentos reduzidos e sobrevivência de ativos com retornos irrisórios – inclusive o crescimento econômico, que girava em torno de um pouco menos de 1% ao ano do PIB, só não foi menor em razão da política fiscal expansionista adotada pelo governo, apesar desta não ter sido suficiente para impedir as constantes recessões enfrentadas pela economia japonesa na década de 1990.

Em 1997, em razão da crise asiática, da falência de instituições financeiras e do racionamento de crédito decorrentes dessa crise, deu-se uma segunda armadilha de liquidez. Essa nova armadilha decorria da elevação considerável dos estoques de crédito retidos pelas famílias e empresas nipônicas como precaução contra crise. Tal fato remete à afirmação de Keynes, quando esse afirmava que a preferência pela liquidez era um remédio micro contra crises, automedicado tanto nas famílias quanto nas empresas, o que, sem dúvida, não significava ser um remédio macro interessante e eficaz. Como forma de combater essa nova crise o BoJ adotou uma política de juros zero, diante dos cinco trimestres consecutivos de queda do PIB japonês. Desde 1998, a fragilidade do setor financeiro foi reduzida através de várias fusões de instituições financeiras.

O movimento depressivo iniciado em princípios dos anos 1990 foi atenuado pelas políticas fiscal e monetárias adotadas, principalmente, após 1997, porém não conseguiu-se fazer com que a economia retoma-se o crescimento sustentável.

Então, diagnosticou-se uma terceira armadilha de liquidez na economia japonesa, oriunda do fato de que com um custo nulo de carregamento em carteira dos ativos problemáticos restantes, a reestruturação financeira e empresarial

⁹ *Ativos Podres*: são ativos de difícil ou de nenhuma liquidez.

tornava-se muito lenta, além de dar-se espaço para que novas aventuras especulativas dos agentes econômicos pudessem vir à tona.

5.2. A Hipótese da Armadilha de Liquidez Japonesa

5.2.1. A Ótica Keynesiana

A partir da ótica novo-keynesiana, examinando-se a trajetória da bolsa de valores japonesa entre 1989 e 1992, pode-se concluir, conforme Johnsson, que houve uma grande perda de confiança dentro da comunidade empresarial, provocando um forte declínio do investimento, fazendo o Nikkei cair mais de 60 por cento.

Na teoria keynesiana, os preços são rígidos, pelo menos no curto prazo, no sentido de que não caem. Portanto, eles não se ajustam rapidamente para restaurar o equilíbrio. Ainda que a economia possa eventualmente retornar ao seu equilíbrio, isso não é certo. Nas palavras de Powell (2008, p.05):

“Mesmo que os ajustes de preços eventualmente restaurem o equilíbrio, esse processo demanda muito tempo. Para que uma economia saia da recessão, o governo deve perseguir políticas fiscais expansionistas por meio da redução de impostos e do aumento dos gastos públicos para elevar a demanda agregada e contrabalançar a queda no investimento. Muitas das políticas seguidas pelo Japão se enquadram na prescrição keynesiana, mas elas falharam em tirar a economia da recessão.”

Entre 1992 e 1995, seguindo sua política de cunho keynesiano expansionista, o Japão tentou seis programas de gastos públicos que totalizaram 65,5 trilhões de ienes, além de ter cortado algumas alíquotas do imposto de renda durante 1994 e, mais tarde, em janeiro de 1998, cortou, temporariamente, novos impostos totalizando o valor de 2 trilhões de ienes.

Após as políticas de corte de impostos, a política fiscal expansionista prosseguiu, agora, a partir do aumento dos gastos públicos. Em abril de 1998, o governo japonês criou um pacote de estímulos fiscais que totalizavam mais de 16,7 trilhões de ienes, sendo que mais da metade desses recursos seriam destinados a obras públicas (ainda, em outubro de 2000, o governo japonês anunciou um pacote de estímulo à economia que chegava aos 11 trilhões de ienes). Ao todo, durante a década de 90 o Japão tentou 10 pacotes de estímulos

fiscais que totalizaram mais de 100 trilhões de ienes. A consequência mais fácil de se observar destes gastos governamentais previstos pelo orçamento, foi o de que a dívida excedesse 100 por cento do PIB japonês (a maior dívida do G7, à época).

O modelo keynesiano permite uma armadilha da liquidez, situação na qual qualquer alteração na curva LM não provoca efeito algum sobre a demanda agregada. Uma evidência que comprovaria essa teoria seria o fracasso das tentativas do BoJ de reativar a economia via redeflação¹⁰ é uma evidência que comprova essa teoria.

Conforme Paul Krugman (2001) dois critérios podem identificar se uma economia encontra-se em uma armadilha de liquidez: o primeiro é se ela está experimentando políticas de juros zero e o segundo é se essa economia está operando abaixo de sua capacidade. Em relação ao primeiro critério, diga-se de passagem, o Japão encaixa-se perfeitamente visto a evolução de suas taxas de juros nominais que chegaram a índices próximos a zero. Quanto ao segundo critério, Paul Krugman levanta que estudos da OCDE e o do FMI previam, em 1990, que a tendência natural seria de a taxa de crescimento econômico do Japão girar em torno dos 2% ao ano, durante os anos 1990, contudo, não foi isto que aconteceu, devido à crise financeira. Dessa maneira, na visão desse autor isso comprovaria que o Japão encontrou-se em uma armadilha de liquidez.

Krugman (2001) prossegue afirmando que uma armadilha de liquidez somente ocorre quando a capacidade produtiva futura da economia em questão é, de fato, relativamente inferior à capacidade de produção atual. O autor, ao considerar essa proposição verdadeira para a economia nipônica, impõem-se a seguinte questão: por quê a capacidade produtiva futura japonesa é inferior à atual? E a resposta que Krugman encontra para essa pergunta remete a um aspecto básico: a demografia ou, mais precisamente, a taxa de natalidade japonesa. A combinação do declínio da taxa de natalidade e o baixa entrada de imigrantes no solo japonês representa uma provável queda na força de trabalho japonesa nas próximas décadas. Além disso, a força de trabalho tem declinado

¹⁰ *Reflação*: é uma política de estímulo à economia através do aumento gradual da oferta de moeda, muito recomendada pela escola monetarista como forma de uma economia sair de uma recessão.

mais rapidamente que a população do Japão, sendo a principal razão disso a expectativa de vida dos japoneses, que é muito alta – algo próximo aos 81 anos.

A solução tradicional, adotada por uma política keynesiana, para quando a economia está numa armadilha da liquidez é fazer o governo emprestar dinheiro diretamente a empresas, ao invés de criar liquidez no sistema bancário. O Japão criou o FILP¹¹, um ramo do governo japonês que está "fora do orçamento oficial", mas cujos gastos chegam a mais de 70 por cento dos gastos totais do orçamento oficial, sendo que a maior parte da verba do FILP vem da conta de poupança dos Correios. De acordo com Powell (2008, p.04):

"O dinheiro é coletado e alocado para os tomadores de empréstimo por meio do Ministério das Finanças e de suas várias agências. Como o dinheiro passa por várias burocracias políticas, desnecessário dizer que grande parte dele não é alocado aos projetos mais eficientes."

O grande problema do FILP é que o controle de boa parte das agências governamentais está nas mãos de políticos do Partido Liberal Democrata (PLD). A EIU (Economist Intelligence Unit) diz que:

"o dinheiro do FILP é canalizado para os apoiadores tradicionais do PLD, como o setor da construção civil, e sem a adequada consideração dos custos e benefícios de determinados projetos" (EIU 2001, p. 30).

O resultado desse controle do PLD sobre os empréstimos é de que, apesar de a política keynesiana de colocar o governo para fazer empréstimos diretos de fato contorne a relutância dos bancos a emprestar, ela não estimula a recuperação econômica, pois não há uma alocação interessante destes fundos, indo de acordo às preferências dos consumidores, mas sim esta alocação é feita a partir das conexões e interesses de políticos e empresários.. Esse jogo de interesses entre políticos e empresários só aumenta o custo dos empréstimos para aqueles que procuram fundos privados, o que distorce ainda mais a economia. Conforme Powell (2008, p.04):

"[...] pelo fato de os empréstimos frequentemente serem de alto risco, as condições fiscais do Japão seguem se deteriorando. Se o FILP e outras dívidas "fora do orçamento oficial" forem incluídas no orçamento total, estima-se que a dívida do Japão exceda 200 por cento do PIB."

¹¹ *FILP*: Sigla para Fiscal Investment and Loan Programme (Programa Fiscal de Empréstimos e Financiamentos).

De acordo com Paul Krugman (1998), o grande empecilho à política fiscal expansionista adotada no Japão é a demanda inadequada. Contudo, Powell (2008) rebate, ao afirmar que:

“o problema do Japão, entretanto, não é uma demanda agregada inadequada, mas uma estrutura de produção que não atende as demandas específicas dos consumidores.” POWELL (2008, p.05).

De acordo com tal autor, “produzir coisas que ninguém quer e estimular investimentos ruins não podem de maneira nenhuma ajudar qualquer economia.” O que, talvez, tal autor não veja é que a grande questão de aumentar-se a demanda agregada é que esta provoca um aumento na renda dos consumidores, que ao consumirem mais irão movimentar a economia e fazê-la crescer. Portanto, apesar do exagero e da licença poética, a idéia de empregar pessoas para cavarem buracos e outras para tapá-los é válida, numa visão teórica, no sentido de que tal política manteria a renda dos consumidores e estes, estando estimulados a consumir, iriam fazer a economia crescer.

Quanto à solução à armadilha de liquidez japonesa, Krugman (2001) oferece três políticas possíveis: uma reforma estrutural, uma expansão fiscal e uma política monetária não-convencional. Na primeira Krugman afirma que o Japão necessitava, urgentemente, realizar uma limpeza de seu sistema bancário, pois isto seria uma solução não somente macro, mas também microeconômica, pois a partir de uma maior regulamentação dos bancos surgiriam maiores possibilidades de investimentos privados, já que o sistema bancário teria uma credibilidade maior. Na segunda política possível, a expansão fiscal, o autor afirma que nesta buscaria-se a recuperação da economia a partir do aumento da renda, contudo, é sustentado de que esta não adiantaria tanto, pois de que serviria construir pontes e aeroportos se ninguém os usa-se. A terceira política que Krugman sugere é a que ele mais vê como uma solução correta, além de ser, talvez, a mais interessante de se analisar. Por Krugman ser um novo-keynesiano, ele não vê uma política fiscal como estritamente preferível a uma política monetária. Portanto a política monetária que ele sugere é muito curiosa:

"uma expansão monetária incomum, com o Banco do Japão comprando dólares, euros e títulos governamentais de longo prazo; também se deve não só aceitar, como de fato promover uma inflação moderada e um iene fraco." KRUGMAN (2001, p. 03).

Na visão de Krugman (2001), a tendência de se crer que as políticas monetárias não funcionam em armadilhas de liquidez vem do fato de o modelo IS-LM não conseguir distinguir os efeitos de uma política monetária de curto e de longo prazo. Paul Krugman adota um modelo em que o preço é flexível e a moeda é neutra. A partir disso ele conclui que mesmo quando uma economia encontra-se em uma armadilha de liquidez, onde os juros nominais são zero, a expectativa de inflação manter-se-ia, reduzindo a taxa de juros real. Assim para Krugman, para que pudesse ser adotada uma política monetária capaz de se tirar uma economia de uma armadilha de liquidez, o Banco Central teria que manter a credibilidade de sua promessa de ser irresponsável, ou seja, deixar a inflação elevar-se naturalmente. Dessa maneira, se o Banco Central pudesse prometer de maneira crível que iria continuar inflacionando no futuro, o Japão poderia ser capaz de aumentar a demanda agregada e ressuscitar sua economia.

5.2.2. A Crítica Monetarista

Pela ótica monetarista, as recessões são causadas por uma contração na oferta monetária ou por uma desaceleração na sua taxa de crescimento, dessa maneira, é a partir de tal argumentação que essa escola explica a crise financeira japonesa. Em 1987, a taxa de redesconto japonesa foi diminuída para 2,5%, como forma de estimular a demanda doméstica, o que acabou formando uma bolha nos preços dos ativos. Para conter essa bolha, a taxa de redesconto foi aumentada 5 vezes, chegando a 6% durante os anos de 1989 e 1990, causando uma redução nos empréstimos. No entanto, como já discutido, essa elevação da taxa de redesconto provocou o estouro da bolha especulativa japonesa. Desde essa contração monetária, a economia do Japão tem estado em recessão.

A explicação monetarista para a crise financeira, portanto, reside no fato de o BoJ ter contraído a oferta de moeda muito rapidamente, o que, em contrapartida, causou a desaceleração da economia nipônica, tal qual a abordagem utilizada por Milton Friedman para explicar a Grande Depressão americana dos anos 1930. A recomendação monetarista tradicional para uma economia evitar uma depressão prolongada, logo após um colapso monetário, é a redeflação – a mesma idéia que Krugman (2001) aborda nas possíveis soluções para a armadilha de liquidez japonesa.

É importante ressaltar que a aplicação de políticas monetárias expansionistas, por si só, não foi capaz de tirar o Japão da crise pela qual esse estava imerso. Durante os anos 1990, a taxa de redesconto sofreu grandes quedas: em 1990 ela era de 6 por cento, em 1991 4,5 por cento, 3,5 por cento em 1992, 1,75 por cento durante 1993-1994, e 0,5 por cento durante 1995-2000. Contudo, essa redução dramática de juros não estimulou a economia japonesa. Deve-se afirmar, porém que o fracasso dessa política monetária expansionista não se deve apenas à política propriamente dita, mas também ao estado lamentável no qual o sistema bancário encontrava-se. A ineficácia da política monetária adotada, provavelmente, encontra-se no fato de os bancos japoneses, à época, possuíam empréstimos ruins em suas carteiras; assim, ao invés da comunidade bancária aumentar seus empréstimos, ela preferiu aumentar sua liquidez – mais uma vez a preferência pela liquidez keynesiana, como remédio micro a uma crise.

No entanto, a argumentação monetarista segue a linha de que a política de taxas de juros deveria ser ignorada, pois, realmente, só a oferta monetária deveria ser controlada. A partir disso, é afirmado que, apesar da expansão monetária dos anos 90, onde o M2 cresceu de 507.526 bilhões de ienes em 1991 para 629.664 bilhões de ienes em 2001 – representando um aumento de aproximadamente 1/4 da base monetária japonesa em uma década, política monetária expansionista não foi exitosa em combater a crise japonesa, pois essa deveria ter sido adotada antes da recessão. Afinal, o que provocou a bolha especulativa e, subsequente, o seu estouro foi a rápida expansão seguida de uma intensa contração da oferta de moeda. Conforme Herbener (1999, p.62):

“Controlar a oferta monetária pode ser difícil, principalmente tendo em vista as condições do sistema bancário japonês. De meados de 1997 a meados de 1998, o Japão aumentou sua base monetária em 10 por cento, mas os agregados monetários maiores aumentaram apenas 3,5 por cento.”

E é a partir desse fracasso da política monetária japonesa para tirar o país da recessão, que os keynesianos afirmam que houve nesse país uma armadilha de liquidez.

5.2.3. A Crítica da Escola Austríaca

A teoria austríaca dos ciclos econômicos não é tanto uma teoria sobre depressões do que sobre crescimento insustentável. A partir disso, a experiência da economia japonesa no final dos anos 1980 é descrita por essa escola como sendo um boom insustentável, que logo iria entrar em colapso. Para a teoria austríaca, contudo, a recessão que se seguiu ao boom artificial dos anos 1980, não seria algo ruim e que deveria ser combatido, mas sim era algo positivo e necessário para que o mercado pudesse voltar ao equilíbrio – atingindo o alinhamento entre preferências temporais dos consumidores e a estrutura de produção.

Para os austríacos o boom do final dos anos 1980 da economia nipônica foi artificial e provocado, basicamente, pela expansão monetária promovida pelo BoJ. Conforme Powell (2008, p.03):

“A redução da taxa de redesconto em 1985 deu início a esse boom induzido pelo banco central. Após essa redução, o BoJ expandiu o estoque de moeda a uma taxa média de 10,5 por cento ao ano, de 1986 a 1990.”

Para os austríacos, o grande problema de expandir-se rapidamente o estoque monetário é que isso diminuiria artificialmente as taxas de juros, sinalizando aos empreendedores e empresários para investirem mais em projetos de longo prazo e mais intensivos em capital. No entanto, essas taxas de juros mais baixas não representariam as preferências temporais dos consumidores. Powell observa que, de 1987 a 1990, o consumo privado aumentou a uma média de 5,6 por cento ao ano, enquanto que no mesmo período a formação bruta de capital fixo aumentou em 10,63 por cento ao ano. O autor segue e afirma que dado que consumo e investimento são substitutos perfeitos no curto prazo, se a economia estiver operando sobre a sua fronteira de possibilidades de produção, os agentes podem consumir mais e investir menos, ou consumir menos e investir mais, no curto prazo. Na década de 1980, a economia estava com taxas de consumo e investimentos mais altas, pois o BoJ, segundo a ótica austríaca, estava distorcendo as taxas de juros. Contudo, essa situação não poderia ser sustentada por muito tempo, de acordo com Powell (2008, p.03):

“Essa situação só pode ser sustentada no curto prazo se o banco central seguir injetando taxas sempre crescentes de dinheiro na economia. Quando essa

inflação monetária diminuir ou contrair, o boom abruptamente acaba e a recessão se inicia. Durante a recessão, os maus investimentos realizados durante o boom são liquidados e, na ausência de intervenções, a estrutura de produção volta a se alinhar às preferências dos consumidores. Isso começou a ocorrer no Japão em 1990. Quando o banco central congelou a expansão monetária, a bolsa de valores caiu, os investimentos caíram e a recessão começou - como a teoria austríaca dos ciclos econômicos prediz.”

Vale observar que a explicação austríaca para a causa do boom assemelha-se muito a da escola monetarista – ambas as escolas afirmam que a contração da expansão monetária provocou a recessão – contudo, a distinção entre as análises dessas duas correntes do pensamento econômico reside na consideração de a recessão ser algo maléfico ou benéfico para a economia. Na ótica monetarista, a contração monetária é algo que deve ser evitado, para dar-se continuidade à prosperidade econômica do país. Na ótica austríaca, porém, a contração monetária é imprescindível para que haja uma restauração do equilíbrio na economia real. A partir disso, percebe-se a razão de as duas escolas, apesar de coincidirem na razão da recessão japonesa, distinguirem-se quanto às políticas recomendadas para a recuperação da economia japonesa. Segundo Powell (2008, p.05):

“Na teoria austríaca, a recessão é necessária. Assim que ela começar e os maus investimentos forem liquidados, a economia irá se auto-corrigir. Após 10 anos, ainda não há sinais de correção econômica no Japão. A teoria austríaca reconhece que é necessário esperar algum tempo para que a economia se auto-corrija, mas deixa claro que essa correção só irá ocorrer se o processo de mercado puder funcionar desimpedidamente.”

A solução austríaca para a recessão japonesa é adotar uma política de *laissez-faire*, ou seja, deixar a economia em paz e permitir que ela se auto-corrigisse, política essa que, destacam os austríacos, não foi sequer tentada. Os vários pacotes keynesianos de estímulo fiscal alteraram a estrutura de produção direcionando-a para a satisfação das demandas dos governo ao invés de permitir que o mercado se ajustasse às demandas dos consumidores. Grande parte dos gastos públicos foi canalizada para obras públicas que beneficiavam apenas a indústria da construção civil, que ainda tinha o suporte do PLD japonês que cultivou seu apoio da construção civil através de programas bastante generosos de obras públicas. Ao manter ativas empresas de construção, que de outra forma seriam inviáveis, o governo obstaculizou o processo de ajustamento do mercado, mantendo uma estrutura de capital que não reflete os desejos dos consumidores.

Powell (2008) argumenta que o governo japonês foi muito longe para impedir a liquidação dos maus investimentos gerados pelo boom. O fundo criado pelo governo japonês, de 20 trilhões de ienes, para facilitar a disponibilidade de crédito para empresas, serviu para financiar empresas que deveriam estar quebradas. Pela teoria austríaca, há uma grande falha em financiar empresas insolventes, pois para que o mercado volte ao equilíbrio, para essa escola, é necessário permitir que as empresas ineficientes quebrem, só assim a economia irá poder recuperar-se, graças à realocação da mão-de-obra:

“Quando uma empresa vai à falência, seus recursos reais não são perdidos; o capital e a mão-de-obra são realocados para outras empresas de acordo com as preferências dos consumidores.” POWELL (2008, p.04).

Por fim, nota-se que apesar de a escola austríaca apontar como causa da recessão japonesa a rápida contração monetária executada pelo BoJ, essa corrente não vê isso como um malefício à economia japonesa, pois a crise, a princípio, reequilibraria o mercado, eliminando as empresas insolventes e ineficientes. Contudo, o que Powell (2008) ressalta, é que não se permitiu o *laissez-faire* imperar, em razão das intervenções do estado de cunho keynesiano, o que, para o autor, provocou um desequilíbrio ainda maior da economia japonesa, visto que o tipo de financiamento que era oferecido podia ser, facilmente, manipulado pelos interesses políticos do PLD que, em busca de apoio político e econômico, repassou boa parte dos gastos públicos à construção civil, patrocinando, dessa maneira, empresas que deveriam estar, de fato, fechadas.

5.2.3.1. A Relação Lucro-Investimento como Forma de Refutar a Hipótese de Armadilha de Liquidez Japonesa

Johnsson (2008) tenta refutar a existência de uma armadilha de liquidez na economia japonesa a partir de um argumento intrigante: a relação entre as taxas de lucro e de investimento no Japão. Tal autor inicia sua argumentação lembrando que para Keynes a relação entre investimento e eficiência marginal do capital é negativa. Keynes disse que para induzir novos investimentos a taxa de retorno sobre o custo deve exceder a taxa de juros. A partir daí, Johnsson conclui que como a diferença entre o retorno e os custos constitui o lucro, Keynes

estava basicamente dizendo que para induzir novos investimentos, a taxa de lucro deve exceder a taxa de juros.

O que é ressaltado, nessa análise, é que assim que o investimento aumenta, quaisquer outras oportunidades de investimento lucrativo, com o tempo, são exauridas. Isso significaria que a taxa de lucro cai e se aproxima da taxa de juros. E assim que se aproxima da taxa de juros, os empresários vão parar de investir, o que, de acordo com Johnsson, segue a idéia de preferência pela liquidez de Keynes:

"A taxa de juros a qualquer momento, sendo ela a recompensa por se abrir mão da liquidez, é uma medida da relutância daqueles que possuem dinheiro em se desfazer de seu controle líquido sobre ele. A taxa de juros não é o "preço" que equilibra a demanda por recursos para investir com a prontidão para se abster do consumo presente. Ela é, isso sim, o 'preço' que equilibra o desejo de manter riqueza na forma de dinheiro com a quantidade disponível de dinheiro". KEYNES (1972, p.122).

Conforme Johnsson (2008), já que os investidores estarão indiferentes entre entesourar o dinheiro e investir, o investimento entra em colapso. As políticas keynesianas recomendam que quando há uma queda no investimento, na produção ou no nível de emprego, o governo deve agir e baixar a taxa de juros. Esse também pode aumentar os gastos públicos ou então poderia imprimir dinheiro, pois, de acordo com Johnsson, a expectativa de uma queda no valor do dinheiro estimula o investimento.

O autor levanta que a idéia proposta por Keynes era de a relação entre lucros e investimentos era negativa, e que Hicks se apoiou nessa idéia para criar o modelo IS-LM. Dentro do modelo de Hicks, a curva IS representa a relação negativa entre a taxa de juros e o nível de investimento. Como o investimento determina o produto, essa relação negativa acaba tornando-se em uma relação negativa entre a taxa de lucro e o nível de produto.

Quando há uma armadilha de liquidez, a curva LM torna-se horizontal, fazendo com que qualquer intervenção do governo no mercado seja inútil. Dessa forma, o estado não seria capaz de salvar a economia por uma política monetária. A conclusão de Johnsson (2008) é que quando tenta-se aplicar a idéia de armadilha de liquidez à recessão japonesa, se está, implicitamente, assumindo que haveria uma relação negativa entre a taxa de lucro e o investimento. Contudo, observa Johnsson, essa relação, para o caso japonês, está longe de

ser negativa. Ao contrário quando o investimento cai, o lucro cai e quando o investimento aumenta o lucro também aumenta:

“A evidência é conclusiva: o Japão não foi pego em uma armadilha da liquidez. Além disso, já que a relação foi positiva ao invés de negativa - nesse que é tido como um exemplo didático da armadilha da liquidez – claramente refutando a idéia da armadilha em si [...]” JOHNSSON (2008, p.02).

Portanto, é a partir dessa análise, de haver uma relação positiva entre as taxas de lucro e investimento japonesas no período entre 1991-2001, que para Johnsson, entre outros autores austríacos, que deve-se refutar a hipótese de que a economia japonesa esteve presa em uma armadilha de liquidez.

5.3. A Recuperação da Economia Japonesa

A partir de 2003, o crescimento do PIB japonês passou a ser maior do que era até então. Desde esse ano, as previsões dos especialistas que estudam a economia japonesa passaram a ser mais otimista. De acordo com Blanchard, a recuperação da economia japonesa deu-se em razão de dois fatores fundamentais: uma mudança no regime da política monetária, tornando-a mais expansionista, e uma limpeza do sistema bancário.

A existência de uma armadilha de liquidez, conforme Blanchard (2007), faz com que uma inflação esperada maior do que a atual seja algo benéfico à economia. Isso dá-se pelo fato de que a combinação de uma taxa nominal de juros igual a zero com uma inflação esperada positiva resulte em uma taxa real de juros negativa. Dessa maneira, ao estimular a inflação, o *policy maker* contorna o obstáculo de não poder estimular o consumo e investimento por um corte da taxa nominal de juros que já é nula, e termina por criar um mecanismo que incentiva o aumento dos gastos a partir do trade-off entre taxa de juros e liquidez, em consequência aos gastos maiores têm-se um produtor maior e desemprego menor.

Blanchard, contudo, ressalta a dificuldade de uma política infacionária desse tipo funcionar na prática, pois para que isso ocorra é necessário que essa política desfrute de uma alta credibilidade para com os agentes econômicos, de modo a essa ser razoavelmente crível e capaz de estimular a economia. Conforme Blanchard (2007, p. 445):

“Isso sugere que, mesmo que a taxa nominal de juros já seja igual a zero e, assim, não possa ser reduzida ainda mais, o Banco Central ainda pode ser capaz de baixar a taxa real de juros ao afetar as expectativas de inflação. Isso pode não ser fácil de fazer. Suponha que o Banco Central anuncie uma meta de inflação, uma taxa de inflação que tentará atingir nos próximos anos. Se as pessoas acreditarem no anúncio, a inflação esperada de fato aumentará, ajudando a economia a sair da crise. Mas se as pessoas não acreditarem no anúncio e continuarem a esperar deflação, a deflação continuará.”

Em 2003, o novo presidente do BoJ anunciou o comprometimento desse Banco Central a manter a taxa nominal de juros igual a zero até que surgissem sinais de que a inflação sustentaria-se. Essa declaração foi recebida pelos agentes econômicos japoneses como um sinal de mudança no regime da política monetária e, ao que tudo indica, conseguiu alterar as expectativas de inflação. De acordo com Blanchard, apesar de a taxa de inflação, à época (2007), ter se mantido negativa, o que se esperava é que essa torne-se positiva no futuro. Em razão disso, o autor sugere que um dos fatores que levaram a um aumento dos gastos em investimento, a partir de 2003, foi, exatamente, a expectativa de a inflação futura ser positiva.

Ao longo da década de 1990 o sistema bancário japonês deu sinais claros de estar passando por sérios problemas. A desregulamentação que este setor sofreu nos anos 1980 teve como consequência a quebra de diversos bancos, sendo que a maioria dos bancos japoneses passaram a registrar em sua contabilidade um sem par de empréstimos irrecuperáveis. Diversas empresas insolventes continuaram conseguindo crédito com os bancos japoneses, isso acarretou que, ao destinar-se boa parte do crédito a empresas que estavam falidas e não poderiam nem investir nem pagar seus empréstimos, empresas saudáveis não conseguiam financiamento para seus projetos, ou seja, os empréstimos irrecuperáveis entravavam os gastos com investimento.

Para combater a recessão econômica, o governo investiu contra a desregulamentação financeira que afligia o país. Os bancos com empréstimos irrecuperáveis em excesso foram obrigados a fechar as portas ou reestruturarem-se, da mesma maneira, as empresas que não tinham condições de quitar seus empréstimos foram obrigadas a seguir a mesma linha de ação. Essa política de limpeza do sistema bancário tinha dois objetivos principais: eliminar as empresas insolventes, possibilitando o aumento da produtividade e um nível natural de produto mais elevado; e essa política permitia que as empresas que tivessem

bons projetos de investimentos conseguissem encontrar crédito para financiá-los, provocando, com o aumento dos investimentos, uma elevação da demanda e do produto.

Blanchard (2007), contudo, ressalta que essa política de limpeza do sistema bancário é bastante arriscada:

“Reestruturação e fechamento de empresas leva inicialmente a suspensões de contrato de trabalho, um resultado politicamente impopular, especialmente quando o desemprego já é alto. Por esse motivo, pouco foi feito para resolver o problema bancários do Japão na década de 1990. Os bancos continuaram a emprestar para empresas insolventes, e a proporção de empréstimos irrecuperáveis aumentou continuamente.” BLANCHARD (2007, p. 455)

Entretanto, a partir de 2002, o governo passou a pressionar mais intensamente os bancos para que esses reduzissem os empréstimos irrecuperáveis. Esses, por sua vez, aumentaram a pressão sobre as empresas insolventes, o resultado disso foi a queda de uma parte considerável de empréstimos irrecuperáveis, o que levou à liberação de um crédito maior para as empresas saudáveis financeiramente e mais aptas a investirem em bons projetos. Portanto, essa faxina dos bancos japoneses foi, juntamente com a política monetária inflacionária, fundamental para o aumento dos gastos com consumo e investimentos a partir de 2003. Apesar disso, deve-se acrescentar um outro fator importantíssimo para a recuperação do Japão: o forte crescimento do produto asiático, principalmente o da China, que impulsionaram um forte crescimento das exportações japonesas.

6. CONCLUSÃO

O modelo de crescimento econômico adotado pelo Japão, durante as décadas que sucederam a Segunda Guerra Mundial até o final dos anos 1980, foi durante muito tempo um exemplo a ser exaltado e seguido por muitos países. O desenvolvimento japonês é, contudo, bastante idiossincrático, à medida em que tal país possui características naturais, institucionais e históricas que não são observáveis, conjuntamente, em nenhuma outra região do mundo. Portanto, tal modelo é de difícil adoção a outras economias, tanto pela ligação do governo japonês com as empresas, e a combinação dessas com o sistema financeiro, como pela natureza parcimoniosa do povo nipônico. Foi utilizando-se dessas características únicas, através de planos de desenvolvimento bem estruturados, que o Japão atingiu, já em 1968, a posição de segunda maior economia do mundo capitalista, mesmo após ter sido completamente devastado com as bombas atômicas que destruíram Hiroshima e Nagasaka em 1945 e, graças a isso, deram um ponto final ao conflito mundial que se arrastava desde 1939.

A base do modelo de crescimento econômico japonês foi, sem dúvida, as exportações, apoiadas no valor desvalorizado do iene frente ao dólar, sendo boa parte destas destinadas ao mercado norte-americano. Vale ressaltar que, assim como na América Latina, o Japão também passou por uma fase de substituição de importações. Esta impulsionou o desenvolvimento de sua indústria nacional, sendo que essa, desde o final dos anos 1960, especializou-se em produtos de alta tecnologia, os quais conseguiam competir, no início, de igual para igual com os produtos norte-americanos e, mais tarde, passaram a estar em um nível superior aos bens do mesmo gênero produzidos nos EUA.

Entretanto, a partir de 1985, as exportações japonesas entraram em queda, devido, principalmente, ao Acordo de Plaza. Tal acordo, firmado com os EUA, impôs a valorização do iene frente ao dólar, ocasionando a desaceleração das exportações nipônicas e perda dessas de boa parte do mercado internacional. Conseqüentemente a essa nova situação, muitas empresas japonesas perderam competitividade. No intuito de proteger tais empresas o governo japonês adotou uma política de liberalização financeira que atingiu os mercados de títulos, as taxas de juros e as taxas de câmbio. Essa liberalização financeira originou uma

bolha especulativa que foi sustentada ao longo dos anos 1980, através do mercado imobiliário, no qual os imóveis passaram a servir como garantia para empréstimos dados às empresas japonesas que, ao invés de investirem em produção, passaram a comprar títulos no mercado de eurodólares.

Em 1989, a bolha especulativa estourou e com isso tomaram-se medidas com o objetivo de conter os efeitos dessa. Porém, apesar dos esforços do BoJ, o Japão entrou nos anos 1990 afundado numa forte crise econômica.

Ao longo da década de 1990, diversas políticas foram adotadas para tirar a economia japonesa da recessão. Tais políticas eram tanto fiscais, através do aumento dos gastos públicos e de subsídios a empresas (principalmente as do setor da construção civil) como monetárias, com mudanças constantes da taxa de desconto com o objetivo de incentivar os bancos japoneses a cederem empréstimos às empresas que não fossem insolventes.

Devido ao fracasso dessas políticas de recuperação da economia nipônica, em especial ao fracasso da política monetária, muitos autores, como Paul Krugman e Ben Bernanke, sugeriram que, na realidade, a economia do Japão havia caído em armadilha de liquidez e, portanto, nenhuma política monetária seria capaz de recuperá-la. De acordo com Krugman (2001), há dois critérios para evidenciar se uma economia está em uma armadilha de liquidez: ela estar experimentando uma política de juros e se a expectativa de capacidade produtiva futura dessa ser inferior à atual. Ao comprovarmos que o Japão encaixava-se nesses dois critérios, pode-se concluir que, sim, ele esteve preso em uma armadilha de liquidez. A partir disso, Paul Krugman sugere como política de escape à crise: uma política fiscal expansionista, uma política monetária de redeflação e uma limpeza do sistema bancário japonês.

No entanto alguns autores, sobretudo os da escola austríaca, discordam do diagnóstico de que a economia japonesa esteve presa em uma armadilha de liquidez. Para esses autores, a crise japonesa não era em si um empecilho, mas sim uma forma da economia do Japão entrar em equilíbrio, através da eliminação das empresas insolventes e ineficientes. Dessa maneira, para os austríacos, não houve uma armadilha de liquidez, o que, de fato, prolongou a crise japonesa foram as políticas de cunho keynesiano adotadas pelo BoJ que permitiram que empresas que deveriam ter fechado suas portas continuassem em atividade e

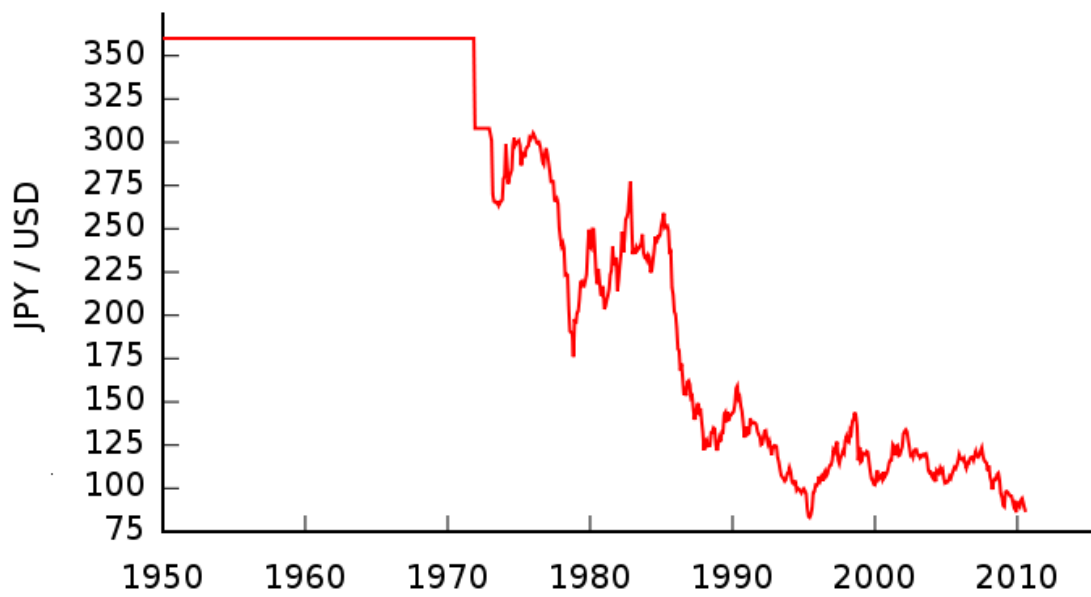
distorcendo as necessidades do mercado japonês. Johnsson (2008), ainda argumenta que a maior prova de que o Japão não esteve em uma armadilha é o fato de haver nesse país uma relação positiva entre investimento e taxa de lucro, assim quando o primeiro aumenta o segundo também aumenta, e quando esse decresce o segundo também decresce, o que seria contrário à definição de armadilha de liquidez keynesiana, na qual a relação entre essas duas variáveis é negativa, ou seja, quando um cresce o outro decresce.

Entretanto, se olharmos em perspectiva podemos perceber que ao longo da primeira década dos anos 2000 a economia japonesa teve uma melhora, sendo essa guiada, essencialmente, por políticas econômicas semelhantes às sugeridas por Paul Krugman (2001), ou seja, políticas de combate a uma armadilha de liquidez. Logo, se o Japão não estivesse de fato preso a uma armadilha de liquidez, tais políticas não teriam surtido efeito. Assim a solução para a crise japonesa e da armadilha de liquidez foi uma política estrutural de reformulação do sistema bancário e de redefinição. Porém a recuperação econômica do Japão não foi completa, pois assim como muitos outros países ao redor do mundo, tal país foi muito abalado pelos danos causados pela crise dos *subprime* iniciada em 2007.

7 – ANEXOS

7.1. Gráficos

Gráfico 1 – A Evolução da Taxa de Câmbio Yen/Dólar (1950-2010)



Fonte: Banco do Japão (2010).

7.2. Tabelas

Tabela 1 – Evolução da Taxa Anual de Crescimento do PIB (Japão, EUA, Reino Unido, Alemanha Ocidental e França)

	Taxa média anual de crescimento do PIB (%) (países selecionados)			
	1953-1973	1974-1982	1983-1991	1992-1995
Japão	9,4	4,0	4,4	0,7
EUA	3,6	1,5	3,0	3,2
Reino Unido	3,1	1,0	2,4	2,2
Alemanha Ocidental	5,8	1,6	3,1	1,1
França	5,3	2,4	1,9	1,4

Fonte: Torres Filho, 1997; OECD, Economic Outlook, vários anos.

Tabela 2 – Crescimento do PIB, do Consumo e do Investimento do Japão, 1988-1993.

Ano	PIB (%)	Consumo (%)	Investimento (%)
1988	6,5	5,1	15,5
1989	5,3	4,7	15,0
1990	5,2	4,6	10,1
1991	3,4	2,9	4,3
1992	1,0	2,6	-7,1
1993	0,2	1,4	-10,3

Fonte: OCDE, Economic Outlook, dezembro de 2001 e dezembro de 2004
Investimento é privado, fixo, não residencial.

Tabela 3 – Crescimento do Produto, Desemprego e Inflação: Japão desde 1990

Ano	Taxa de crescimento do produto (%)	Taxa de desemprego (%)	Taxa de Inflação (%)
1990	5,2	2,1	2,4
1991	3,4	2,1	3
1992	1,0	2,2	1,7
1993	0,2	2,5	0,6
1994	1,1	2,9	0,1
1995	1,9	3,1	-0,4
1996	3,4	3,4	-0,8
1997	1,9	3,4	0,4
1998	-1,1	3,4	-0,1
1999	0,1	4,1	-1,4
2000	2,8	4,7	-1,6
2001	0,4	5,0	-1,6
2002	-0,3	5,4	-1,2
2003	2,7	5,3	-2,5
2004*	3,0	5,0	-1,8

*Projeções a partir de junho de 2004

Fonte: OCDE, Economic Outlook, junho de 2004.

8 – REFERÊNCIAS

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

Banco do Japão: Banco Central japonês. Disponível em Internet: < <http://www.boj.or.jp/en/index.htm> >. Acesso em 06/09/2010.

BERNANKE, Ben S. **Japanese Monetary Policy: A Case of Self-Induced Paralysis?** Princeton University December 1999.

CANUTO, Otaviano. **A Armadilha pela Liquidez na Versão do Banco Japonês**. Disponível em Internet: < <http://www.eco.unicamp.br/artigos/artigo127.htm> >. Acesso em 06/09/2010.

CANUTO, Otaviano. **A Crise Financeira Japonesa**. Disponível na Internet: <<http://www.iea.usp.br/iea/artigos/canutocrisejaponesa.pdf>>. Acesso em 05/04/2010.

CANUTO, Otaviano. **A Crise Asiática e seus Desdobramentos**. Revista Econômica, nº4, pp. 25-60, dezembro de 2000.

CHANCELLOR, Edward. **Salve-se Quem Puder: Uma História da Especulação Financeira**. São Paulo: Schwarcz, 2001.

CHICK, Victoria. **Macroeconomia Após Keynes – Um Reexame da Teoria Geral**. 1ª Edição; Editora Forense Universitária, Rio de Janeiro, 1993.

ESPÍNDOLA, Januário Della Mea; VERGARA, Paulo Monteiro. **O Japão Face à Aliança Norte-Americana: A Redefinição do Papel Japonês como Liderança Mundial**. Disponível em Internet: <<http://www6.ufrgs.br/nerint/folder/artigos/artigo7.pdf>>. Acesso em 08/05/2010.

FERGUNSON, Nial. **A Ascensão do Dinheiro: a História Financeira do Mundo**. Editora Planeta, São Paulo, 2009.

HICKS, John. **A Crise na Economia Keynesiana 2ª Edição**. São Paulo: Editora Vértice, 1987.

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.

IORIO, Ubiratan J. **Economia e Liberdade: A Escola Austríaca e a Economia Brasileira**. 2ª Edição, Rio de Janeiro: Forense Universitária, 1997.

JOHNSSON, Richard C.B. **O Mito da Armadilha de Liquidez**. Disponível em Internet: <http://www.mises.org.br/Article.aspx?id=68>. Acesso em 10/08/2010.

KEYNES, John M. **Teoria Geral do Emprego, do Juro e do Dinheiro**. Editora Abril, São Paulo, 1972.

KEYNES, John M. **Inflação e Deflação**. Editora Abril, São Paulo, 1972.

KRUGMAN, Paul. **Japan's Trap**. 1998. Disponível em Internet: <http://web.mit.edu/krugman/www/japtrap.html>. Acesso em 17/07/2010.

KRUGMAN, Paul (1998). **What happened to Asia?** 1998. Disponível em Internet: <http://web.mit.edu/www/DISINTER.html>. Acesso em 17/07/2010.

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. Disponível em Internet: <http://www.rep.org.br/pdf/65-3.pdf>. Acesso em 18/07/2010.

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 IÉ – UNICAMP, julho de 1996.

MISES, Ludwig von. **Ação Humana: Um tratado de Economia**. 2ª Edição, Rio de Janeiro: Instituto Liberal, 1995.

MISES, Ludwig von et al. **The Austrian Theory of the Trade Cycle and other essays**. Auburn, AL: Ludwig von Mises Institute, 1996. Richard M. (Comp.). Disponível em: <<http://www.mises.org/tradcycl.asp>>. Acesso em 25/11/2010.

MORISHIMA, Michio. **Por Que Triunfou o Japão?** 1ª Edição; Gradiva Publicações LTDA, 1989.

MURPHY, Robert P. **Paul Krugman, a Atual Crise, Sushis e a Importância da Teoria do Capital**. Disponível em internet: <http://www.mises.org.br/Article.aspx?id=180>. Acesso em 10/08/2010.

NAKAMURA, Takafusa. **Desenvolvimento Econômico do Japão Moderno**. Ministério dos Negócios Estrangeiros, Japão, 1985.

NAKAO, S. **The Political Economy of Japan**. Tokyo University Press, Tokyo, 1995.

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

OLIVEIRA, Henrique Altemani. **Japão como País Normal e Ator Internacional?** IPRI (Instituto de Pesquisas de Relações Internacionais), Rio de Janeiro, 2000. Disponível em Internet: http://www.pucsp.br/geap/Japao_ator_internacional.pdf. Acesso em 20/08/2010.

PEREIRA, João Basílio, AQUINO, Dayani Cris de. **Estado e Crise no Capitalismo: A Instituição de Última Instância**. Disponível em Internet <http://www.sep.org.br/artigo/1712_48d7808f00bc59a74aaed550c3d15213.pdf>. Acesso em 15/08/2010.

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

POWELL, Benjamin. **Explicando a Recessão Japonesa**. Disponível em internet: <http://www.mises.org.br/Article.aspx?id=184>. Acesso em 15/08/2010.

SBICCA, Adriana; PELAEZ, Victor. **Sistemas de Inovação**. In: PELAEZ, Victor; SZMRECSÁNYI, Tomás (Orgs.). *Economia da Inovação Tecnológica*. São Paulo: HUCITEC, 2006.

SMITH, R.C. **Why Japanese Companies Financial Abroad**. New York University, 1993.

SVENSSON, Lars E. O. **Monetary Policy and Japan's Liquidity Trap**. Princeton University, CEPR, and NBER, CPES Working Paper nº 126. Janeiro de 2006. Disponível em Internet: <http://www.princeton.edu/ceps/workingpapers/126svensson.pdf>. Acesso em 08/05/2010.

TAVARES, Maria da Conceição. **O Desafio Japonês**. Disponível em Internet: <<http://www.eco.unicamp.br/artigos/tavares/artigo31.htm>>. Acesso em 24/06/2010.

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. **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. Disponível em Internet: <http://www.rep.org.br/pdf/65-1.pdf>. Acesso em 19/05/2010.

TORRES FILHO, Ernani Teixeira. **Economia do Japão Vai Mal e Pode Piorar**. Rio de Janeiro: Valor Econômico, 18 de Junho de 2001. Disponível em Internet: <http://www.race.nuca.ie.ufrj.br/journal/t/torres1.doc>. Acesso em 19/05/2010.

VARIAN, Hal R. **Microeconomia: Conceitos Básicos**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.