



UNIVERSIDADE ESTADUAL PAULISTA
“JÚLIO DE MESQUITA FILHO”
Faculdade de Ciências e Letras
Campus de Araraquara - SP

JEFFERSON SOUZA FRAGA

A CRISE ECONÔMICA NO JAPÃO APÓS OS ANOS 90



ARARAQUARA – SÃO PAULO

2011

JEFFERSON SOUZA FRAGA

A Crise Econômica no Japão após os anos 90

Dissertação de Mestrado, apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Econômicas da Faculdade de Ciências e Letras – Unesp/Araraquara, como requisito para obtenção do título de Mestre em Ciências Econômicas.

Linha de pesquisa: Teoria Econômica e Desenvolvimento

Orientador: Prof. Dr. Eduardo Strachman

ARARAQUARA – SÃO PAULO

2011

JEFFERSON SOUZA FRAGA

A Crise Econômica no Japão após os anos 90

Dissertação de Mestrado, apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Econômicas da Faculdade de Ciências e Letras – Unesp/Araraquara, como requisito para obtenção do título de Mestre em Ciências Econômicas.

Linha de pesquisa: Teoria Econômica e Desenvolvimento

Orientador: Prof. Dr. Eduardo Strachman

Data de aprovação: 08/01/2011

MEMBROS COMPONENTES DA BANCA EXAMINADORA:

Presidente e Orientador: Prof. Dr. Eduardo Strachman
Fclar – UNESP

Membro Titular: Prof. Dr. Enéas Gonçalves de Carvalho
Fclar – UNESP

Membro Titular: Prof. Dr. Ernani Torres Teixeira Filho
IE – UFRJ

Local: Universidade Estadual Paulista
Faculdade de Ciências e Letras
UNESP – Campus de Araraquara

A minha família

Agradecimentos

Escrever esses agradecimentos é um momento de muita alegria. Cheguei ao final porque pude contar com pessoas valiosas ao meu redor;

Inicialmente agradeço a toda minha família pela inabalável confiança, e particularmente aos meus pais, Efigênia e Geraldo pela formação do meu caráter. À minha namorada e sempre amiga Luciana, que leu e deu sugestões. A todos os meus amigos incluindo os colegas e amigos feitos durante o mestrado;

Aos professores e funcionários da UNESP/FCLAR, especificamente à pós-graduação em economia, cuja competência e dedicação fazem desta instituição um motivo de orgulho para os seus egressos;

À Banca de Qualificação, nas pessoas do Prof. Dr. André Luiz Corrêa e do Prof. Dr. Enéas Gonçalves de Carvalho, que com suas críticas e sugestões viabilizaram a condução deste trabalho;

Ao meu orientador e amigo Prof. Dr. Eduardo Strachman, pelo empenho, educação, paciência, generosidade e pela confiança em mim depositada, assim como pelo aporte teórico e metodológico, o qual influenciará irrevogavelmente a minha vida profissional. Sem a sua orientação este trabalho não seria uma realidade;

Finalmente, os meus sinceros agradecimentos a todos que direta ou indiretamente contribuíram para mais uma etapa da minha vida.

RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo analisar a experiência do Japão após os colapsos das bolhas especulativas dos ativos na década de 1990. Aceitando que o pior já passou, ou seja, que a crise financeira japonesa foi finalmente resolvida, uma coisa é certa; não antes de uma “década perdida” caracterizada por um longo período, de baixo crescimento, aumento das taxas de desemprego, deflação nos preços dos ativos, falências bancárias e persistência dos *no-performing loans*. Nesse contexto, as principais respostas obtidas por este trabalho foram: a crença que a recuperação econômica viria com o passar do tempo e a falta de entendimento sobre o tamanho do problema que a morosidade de atuação levaria ao sistema, explica em certo ponto a tolerância inicial do governo japonês frente à crise econômica. A política fiscal expansionista foi eficaz, mas, não utilizada de forma consistente, a natureza “*stop-start*” dos estímulos realizados, e em particular as prematuras reversões fiscais diminuíram a sua eficácia, outros fatores prováveis para a baixa eficácia durante os anos 90 foram: os estímulos fiscais podem ter sido prejudicados pela queda dos multiplicadores fiscais; os efetivos investimentos públicos foram menores que os anunciados e ao invés de se dar ênfase a obras públicas, priorizou-se cortes em impostos. De outra forma, um caminho fundamental de maximizar os estímulos fiscais é através da restauração do crédito do setor bancário, caso a recapitalização e as restaurações do setor fossem realizadas em uma fase inicial, os efeitos dos estímulos poderiam ser de curta duração, se o sistema financeiro estivesse em boa saúde. No Japão, as injeções nos bancos “em grande escala” ocorreram apenas em 1999. Por outro lado, a política monetária, com base em uma versão alternativa da armadilha da liquidez levou o BOJ a tomar algumas medidas inovadoras a partir de 2001. Centrado em uma estratégia para garantir a liquidez e ampliar as garantias nas compras diretas de ativos, foi implantada a *quantitative easing* sob uma política de taxa zero de juros. Porém, para a frustração do BOJ e de alguns economistas americanos que apoiaram esta versão, os bancos japoneses simplesmente aumentaram suas reservas, sem qualquer expansão nos seus empréstimos, sendo essa hipótese, para este trabalho, a versão mais fraca, das que procuram explicar os momentos recessivos da economia japonesa.

Palavras-chaves: Colapsos das bolhas especulativas. Crise financeira. *No-performing loans*. *Quantitative easing*

ABSTRACT

This dissertation intend to analyze the experience of Japan after the collapse of speculative bubbles in assets in the 1990s. Accepting that the worst is over, that is to say, that the Japanese financial crisis was finally resolved, one thing is certain; not before a “lost decade” characterized by a long period of low growth, increasing rates of unemployment, deflation in asset prices, bank failures and persistence of no-performing loans. In this context, the main responses received for this work were: the belief that economic recovery would come with the passage of time and lack of understanding about the size of the problem that the slowness of action would lead to the system; this explains in some degree the initial tolerance of the Japanese government by the economic crisis. The expansionary fiscal was effective, but not consistently used, the nature of “*stop-start*” of the stimuli made, and in particular the early tax reversals decreased its effectiveness, other likely factors for the low efficiency during the year 1990 were: the fiscal stimuli may have been harmed by falling tax multipliers; the effective public investments were lower than those advertised instead of giving emphasis to public works, the priority was tax cuts. On the other hand, a fundamental way to maximize the tax incentives is through the restoration of credit from the banking sector, if the recapitalization and the restorations of the sector were held in an early stage, the effects of stimuli could be short term, if the financial system was in good health. In Japan, the injections in banks “large scale” occurred only in 1999. Moreover, monetary policy, based on an alternative version of the liquidity trap led the BOJ to take some innovative measures since 2001. Centered on a strategy to ensure liquidity and extend the warranties on direct purchases of assets, *quantitative easing* was implanted under a policy of zero interest. However, to the frustration of the BOJ and of some U.S. economists who supported this version, Japanese banks have simply increased their reserves, without any expansion in their lending, being this hypothesis, for this dissertation, the weaker version, those that explain the recessionary period of Japanese economy.

Keywords: Collapse of speculative bubbles. Financial crisis. *No-performing loans*. *Quantitative easing*.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Determinantes da bolha especulativa.....	23
--	-----------

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Valorização da taxa de câmbio.....	20
Gráfico 2 – Taxa de juro da economia japonesa (em percentagem).....	22
Gráfico 3 – Preço de ativos no Japão (1985-2006).....	24
Gráfico 4 – Crescimento e desemprego, no Japão (em percentagem).....	25
Gráfico 5 – Taxa de inflação no Japão (1985 – 2007).....	25
Gráfico 6 – Balança comercial da economia japonesa (em % do PIB).....	30
Gráfico 7 – Produção industrial do Japão (variação percentual) *.....	31
Gráfico 8 – Economia Japonesa (Fundamentos Enfraquecidos).....	32
Gráfico 9 – Contas Públicas do Japão.....	38
Gráfico 10 – Déficit do governo japonês (em percentagem do PIB).....	41
Gráfico 11 – Investimento público do governo central ¹	42
Gráfico 12 – Gasto do governo japonês.....	44
Gráfico 13 – Margem de juros sobre empréstimos, despesas e custos de crédito dos bancos japoneses (em percentual).....	49
Gráfico 14 – Reservas cambiais do Japão.....	52
Gráfico 15 – Os Agregados Monetários Japoneses.....	53
Gráfico 16 – O Prêmio Japão ¹ (em pontos percentuais).....	59
Gráfico 17 – Perdas acumuladas de empréstimos dos bancos japoneses desde 1992...	60
Gráfico 18 – <i>Non-Performing Loans</i> (Administração de Empréstimos de Risco).....	64
Gráfico 19 – Relação de capital e empréstimos bancários (em percentual).....	65
Gráfico 20 – Bancos japoneses (os empréstimos tornaram-se negativos).....	66
Gráfico 21 – Taxa real de juros de equilíbrio entre (S-I).....	75
Gráfico 22 – (IS – LM) com nível de preços flexíveis.....	77
Gráfico 23 – (IS – LM) com nível de preços flexíveis predeterminado.....	79

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – As principais reformas financeiras no Japão (1996–2003).....	58
--	-----------

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Cronograma da crise japonesa.....	27
Tabela 2 – Cortes de impostos e taxa de crescimento do PIB (década 90).....	37
Tabela 3 – Pacotes de estímulos fiscais e orçamentos suplementares (década 90).....	39
Tabela 4 – Contribuição para o crescimento do PIB na década de 1990.....	40
Tabela 5 – Multiplicadores fiscais estimados para o Japão.....	43
Tabela 6 – Fundos aplicados e recuperados até março de 2007.....	69
Tabela 7 – Inflação média anual nos países industrializados (índice de preços ao consumidor (IPC)).....	72
Tabela 8 – Taxa média anual de investimento (Países selecionados 1990-2007).....	80

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	13
1 REVISANDO A CRISE JAPONESA.....	18
1.1 Economia da bolha e crise.....	18
2 POLÍTICAS PARA CONTER A CRISE DE SOLVÊNCIA.....	35
2.1 Os estímulos fiscais	35
2.1.1 A efetividade da política fiscal na década de 1990.....	41
2.2 Política monetária do Banco do Japão (BOJ).....	46
2.2.1 A efetividade da política monetária na década de 1990	54
2.3 Fragilidade do setor bancário japonês e políticas.....	55
3 A ARMADILHA DA LIQUIDEZ NO JAPÃO.....	71
3.1 A hipótese da armadilha da liquidez, para o Japão	71
3.1.2 As expectativas e o modelo IS – LM	76
3.1.3 Críticas à armadilha da liquidez de Krugman	79
CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	83
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	87
APÊNDICES.....	96
Apêndice A – desregulamentação das taxas de juros no Japão	97
Apêndice B – Membros dos seis maiores Keiretsu*	98
Apêndice C – Estrutura do sistema financeiro japonês (década de 1980)	100

INTRODUÇÃO

Crises financeiras nas economias são como a morte: é certo que ela virá um dia (a nossa e alheia), mas, sempre que chega, assusta-nos como se fosse algo totalmente inesperado. A correlação entre o que há de desconhecido nas crises financeiras e a morte é o momento e a forma que ocorrem, com as crises sendo, em certo sentido, como acontecimentos (mortes) anunciados(as) (HERMANN, 2008).

Para Minsky (1986), em sua teoria da instabilidade financeira, uma depressão pode ser evitada ou atenuada com a atuação do Banco Central como emprestador de última instância e a adoção de políticas fiscais contra-cíclicas (“*Big Government*”). Nesse sentido, a evolução das relações financeiras conduz as economias a periódicas crises, as quais as expõem a uma série de depressões, tornando-se necessária a evolução das políticas econômicas contra-cíclicas, auxiliando a atenuar e a defasar estas depressões, ao menos quando estas são aplicadas de forma inteligente.

As políticas públicas, então, deveriam ser orientadas no sentido de evitar a destruição de instituições financeiras e indústrias. Dado que o capitalismo enfrenta problemas em seu funcionamento usual – entre outros, a tendência a manter níveis de emprego abaixo da plena capacidade produtiva e, por outro lado, a tendência a produzir desigualdade na distribuição de renda e riqueza – as políticas públicas deveriam ser orientadas para a resolução desses males (KEYNES, 1964). Em termos gerais, não há dúvida, ao menos para muitos economistas, quanto à necessidade de intervenções do Estado, implementando políticas e reformas que reduzam a possibilidade de crises.

Há duas décadas, após vários anos de crescimento e desenvolvimento econômico, a economia japonesa experimentou uma crise financeira, a qual paralisou a implacável ascensão de quase meio século¹. De fato, o Japão teve seu crescimento econômico virtualmente estagnado, por cerca de duas décadas, resultando na mais baixa taxa de crescimento entre os principais países industrializados, durante esse período. Dois aspectos foram marcantes nessa crise: a prolongada crise no setor bancário e a baixa taxa de resposta macroeconômica a estímulos de políticas fiscais e monetárias, provavelmente insuficientes.

¹ Da década de 50 até o início dos anos 90 o Japão obteve a maior taxa de crescimento entre os países industrializados. Este desempenho foi alcançado apesar dos dois choques do petróleo e apreciação do iene frente ao dólar (endaka). O longo ciclo de crescimento chegou ao seu fim no início dos anos 90, com a economia japonesa estagnando na segunda metade da década, enquanto outros países industrializados continuavam crescendo. Isto pode ser explicado, em grande medida, pelos estouros das bolhas especulativas no mercado acionário e imobiliário no final dos anos 80 e início dos anos 90, também pela crise bancária de 1997. Para um panorama macroeconômico da crise financeira japonesa ver, Torres Fo. (1997).

A crise financeira japonesa pode ser dividida em quatro fases de baixa e uma de recuperação: a primeira, com o período de “desaceleração”, entre 1989 e 1996, e os colapsos das bolhas especulativas, interrompendo o longo período de crescimento da economia japonesa no pós-II Guerra Mundial – com a economia caindo em uma forte estagnação, mas com efeitos imediatos ainda não devastadores. Após uma taxa de crescimento anual que se encontrava, anteriormente, próxima a 4%, no início da década de 1990, a economia estagnou, na segunda metade da década, com médias de crescimento anual próximas a 1%. Destaques para falências de bancos importantes, por exemplo, o banco Hyogo, e uma série de falências de companhias de empréstimos imobiliários.

A segunda, de “intensificação e leve recuperação”, entre 1997 e 2000, com a eclosão de uma crise no setor bancário, em 1997; dado o colapso dos ativos japoneses, o setor bancário ficou diante de grandes problemas, com os *no-performing loans*. Posteriormente, houve uma leve recuperação, entre 1999 e 2000, em grande medida devido à expansão da economia mundial, principalmente das economias em desenvolvimento, e às políticas de estímulos fiscais, no Japão. No entanto, seguindo a explosão da bolha de valorização das empresas de tecnologia, nos EUA, no ano 2000, muitas empresas japonesas viram seus lucros deteriorarem, com um setor bancário ainda frágil, assim implicando uma nova fase da crise financeira.

Na terceira fase, “renovação do estresse sistêmico”, entre 2001 e 2003, a economia basicamente ficou estagnada em 2001 e 2002, com o hiato de produto aumentando e causando novamente uma deflação, piorando ainda mais as expectativas dos agentes quanto à recuperação. Medidas mais agressivas foram tomadas para lidar com os empréstimos problemáticos e a escassez de investimentos, tais como a redução da taxa de juros e a implantação da política monetária não convencional de *quantitative easing*. Ademais, a nacionalização de grandes bancos ajudou a diminuir o estresse sistêmico.

Entre 2004 e 2007, há a “recuperação sustentada”, com algum crescimento sustentado finalmente tornando-se realidade, com uma taxa média anual de 2%, queda na taxa de desemprego e aumento das exportações, aumento dos empréstimos bancários e fim da *quantitative easing policy*. As condições globais favoráveis ajudaram na recuperação desse período.

Por fim, a quarta fase, com a economia japonesa absorvendo os impactos da chamada crise *subprime*, nos EUA. Um significativo declínio da demanda externa e a forte apreciação da taxa de câmbio do iene atingiu o país em suas exportações. Entre 2008 e 2009, a taxa média de crescimento do PIB nominal caiu para -4,05% e para -2,1% no primeiro trimestre de

2010. Em resposta, o BOJ cortou a taxa de juros para a faixa de 0% a 0,1% e o Ministério das Finanças atuou no mercado de divisas pela primeira vez desde 2004, para frear a alta do iene frente ao dólar.

Em outros termos, parece que o pior já passou, mas não antes de períodos de estagnação e deflação na economia japonesa, com um substancial aumento na taxa de desemprego, para os padrões japoneses, para algo em torno de 5%, nos anos 2000, e com a dívida pública bruta mais que duplicando entre 1993 e 2008, para acima de 160 por cento do PIB, de longe a maior entre as economias avançadas. Algumas questões a respeito desses temas são levantadas ao longo deste trabalho:

- As autoridades subestimaram a natureza e a gravidade dos problemas do setor bancário?
- Houve um lento reconhecimento dos *no-performing loans* e das empresas “zumbis”, tecnicamente falidas?
- As políticas fiscais e monetárias utilizadas foram eficazes?
- A economia japonesa está ou esteve presa em armadilha da liquidez?
- Os momentos recessivos da economia japonesa são reflexos de problemas com as intermediações financeiras (crise bancária)?
- A má condução da política fiscal e monetária e a morosidade em reconhecer o tamanho da crise intensificaram a longevidade e as conseqüências da crise?

Alguns desses questionamentos são retomados no final do primeiro capítulo, quando novos são enunciados. Para tanto, este trabalho está dividido em três capítulos, além dessa introdução e das considerações finais. O Capítulo 1 tem por finalidade revisar a experiência japonesa com a crise financeira do início dos anos 90, apresentando as principais causas da formação das bolhas especulativas, no mercado acionário e imobiliário, e as conseqüências diretas e indiretas do fim desse processo especulativo.

No Capítulo 2, faz-se uma análise em torno da eficácia da política fiscal adotada na economia japonesa, durante os anos 1990, a chamada “década perdida”, e que tem sido objeto de muito debate. O estímulo fiscal foi utilizado para combater a recessão, no entanto, o crescimento continuou baixo, juntamente com as receitas fiscais. O aumento dos gastos governamentais criou um déficit médio de mais de 5% do PIB, entre 1993 e 2000. Uma análise em torno da eficácia da política monetária também é realizada. A *quantitative easing policy*, sob uma política de taxa quase zero de juros foi implantada, Contudo, durante quase

todo esse período, a política monetária parecia estar “correndo sobre uma esteira”, i.e., sempre no mesmo lugar, a partir das fracas demanda por créditos e resposta da economia a estas políticas. Por fim, o Capítulo 2 discute as medidas tomadas com relação ao setor bancário. A estratégia foi centrada na reestruturação dos bancos japoneses. O objetivo foi forçá-los ou a reconhecer os empréstimos não realizáveis (*non-performing loans*) e aumentar novamente seu capital, em alguns casos, por meio dos fundos públicos, ou a até mesmo sair do setor. Assim, a partir de 1991, o governo japonês embarcou em uma série de tentativas para resolver os problemas no setor bancário.

O Capítulo 3 faz uma análise da hipótese de que a economia japonesa teria entrado em uma armadilha da liquidez, por causa das expectativas pessimistas sobre seu crescimento futuro – em grande medida devido às tendências demográficas do Japão (taxa negativa de crescimento vegetativo e pequeno fluxo de imigrantes), haveria um declínio da força de trabalho, a longo prazo, que provocaria a necessidade de um ajuste para baixo da capacidade produtiva, simultaneamente a um aumento do número de dependentes, em grande parte aposentados. Isto teria gerado expectativas negativas quanto à rentabilidade de investimentos produtivos, causados por tais projeções demográficas, as quais teriam feito com que as taxas reais de juros de equilíbrio entre poupança e investimento se tornassem negativas. Em grande medida, o objetivo da política de taxa zero de juros e de *quantitative easing*, de 1999, era forçar uma ampliação dos empréstimos bancários por meio de aumentos maciços nas reservas do setor bancário. Porém, para a frustração do Banco do Japão (BOJ) e de alguns economistas americanos que apoiaram esta versão da armadilha da liquidez², os bancos japoneses simplesmente aumentaram suas reservas, sem qualquer expansão nos seus empréstimos (KREGEL, 2009).

Outro destaque foi o modelo IS–LM apresentado por Krugman (1998), o qual o levou à hipótese da armadilha da liquidez para a economia japonesa. Ao abordar o conceito de armadilha da liquidez, o autor pretendia utilizar uma reformulação do modelo IS–LM original de Hicks (1937). Algumas visões contrárias a essa hipótese são apresentadas, como, por exemplo, a dos economistas da escola austríaca, os quais argumentam que a economia japonesa não sofreu uma armadilha da liquidez, mas sim uma fase de depressão de um ciclo econômico gerado pela inflação monetária. Assim, suposições falhas do modelo IS–LM utilizado para a economia japonesa nessa hipótese da armadilha da liquidez, ajudam a explicar por que Krugman (1998) teve problemas ao aplicar esse modelo. Por exemplo, no eixo

² Alguns dos Autores que defendem a hipótese da armadilha da liquidez na economia japonesa são: Krugman (1998; 2000a) e Bernanke (2000).

horizontal, ele trocou investimento por consumo, o que é exatamente o oposto do investimento (RICHARD, 2008).

As considerações finais procuram resumir todas as respostas às questões levantadas ao longo dessa introdução e no final do primeiro capítulo, ou seja, buscam “amarrar” todas as questões vistas separadamente ao longo do trabalho, as quais constituem um todo e contribuem para um melhor entendimento da crise financeira japonesa atual.

1 REVISANDO A CRISE JAPONESA

Este capítulo tem por finalidade revisar a experiência japonesa com a crise financeira do início dos anos 90. Na segunda metade da década de 1980, o excesso de liquidez da economia japonesa, alimentado pela política monetária expansiva, pela explosão nos preços dos ativos e tendo ainda, como pano de fundo, a desregulamentação financeira, são nomeados como os principais fatores da bolha especulativa e da crise bancária desta economia.

A teoria econômica e a história recente japonesa sugerem que uma recessão pós-bolha especulativa é muito mais difícil de combater do que uma desaceleração conjuntural, e que os efeitos deletérios sobre o crescimento podem ser longos. De fato, grande parte dos problemas da crise financeira do Japão não foi resolvida, antes de uma “década perdida”, tendo em vista que aquela economia se apresentou virtualmente estagnada, mais ou menos continuamente, desde o início da década de 1990. Assim, os eventuais sucessos e fracassos japoneses no combate à crise tendem a ser de interesse para outras economias, cujos sistemas financeiros não estão imunes a eventuais crises (Kregel, 2009).

1.1 Economia da bolha e crise

Nos últimos trinta anos, a economia japonesa experimentou um grande crescimento, no primeiro terço, seguido de uma acentuada “estagnação”, nos outros dois terços. O grande crescimento econômico inicial, no período estendido até o final da década de 1980, foi acompanhado por um aumento nos preços das ações, terras e imóveis, seguido por baixo crescimento, estagnação e um declínio nos preços das ações, terras e imóveis. O período de grande crescimento econômico é conhecido como o “período da bolha especulativa” e a estagnação como a “década perdida”, pela literatura internacional (ITO, 2003).

As bolhas podem ser definidas como uma situação na qual o preço de mercado dos ativos financeiros aumenta de forma contínua, com relação ao preço de oferta dos bens de capital. A teoria convencional supõe que as bolhas são formadas com base na hipótese de expectativas racionais; o que a leva a definir as bolhas simplesmente como a parte do valor dos ativos financeiros que não pode ser explicada pelos fundamentos, ou seja, pelas expectativas racionais “dos dividendos futuros” (OREIRO, 2001). Essa argumentação é contrária a interpretação clássica de bolhas, segundo, Kindleberger et al (1992, p. 192):

As bolhas podem ser definidas como um aumento acentuado no preço de um ativo ou no conjunto deles, em um processo contínuo, com o aumento inicial gerando expectativas de mais aumentos e atraindo novos compradores, geralmente especuladores, interessados em lucros do comércio desses ativos, em vez de no seu uso. O aumento é normalmente seguido por uma reversão de expectativas e um declínio acentuado nos preços, resultando em uma crise financeira.

Ou seja, para Kindleberger et al (1992), uma bolha ocorre quando há um aumento contínuo, seguido posteriormente por queda, no preço de certos ativos. Este aumento, acrescentamos, pode ser simultaneamente nos preços de oferta e de mercado de certos ativos, os quais, ademais, podem coincidir, por exemplo, no caso dos preços de certos imóveis. Uma interpretação alternativa, minskyana, aponta que bolhas podem resultar de um processo endógeno de aumento do “estado de confiança” a respeito das firmas em honrar os seus compromissos contratuais (pagamento de juros, amortizações, dividendos, etc.) junto aos credores ou aplicadores.

De forma resumida, pode-se dizer que o *boom* que originou a bolha especulativa na economia japonesa foi gerado e expandido por um complexo de interações de diversos fatores que intensificaram as expectativas otimistas. Interligados entre si, os fatores que são frequentemente apontados como determinantes deste comportamento dos ativos são:

- a desregulamentação do sistema financeiro, na década de 1980³;
- o comportamento agressivo das instituições financeiras;
- a inadequada avaliação dos riscos por parte das instituições financeiras;
- a tributação e regulamentação, com tendência a acelerar a subida dos preços da terra;
- o Acordo do Plaza;
- e a condução da política monetária.

O caráter gradual da desregulamentação financeira japonesa, durante a segunda metade dos anos de 1980, em grande medida originou, assim, as bolhas nos preços imobiliários e nos mercados acionários⁴. Particularmente, a lentidão e a má (ou dificuldade

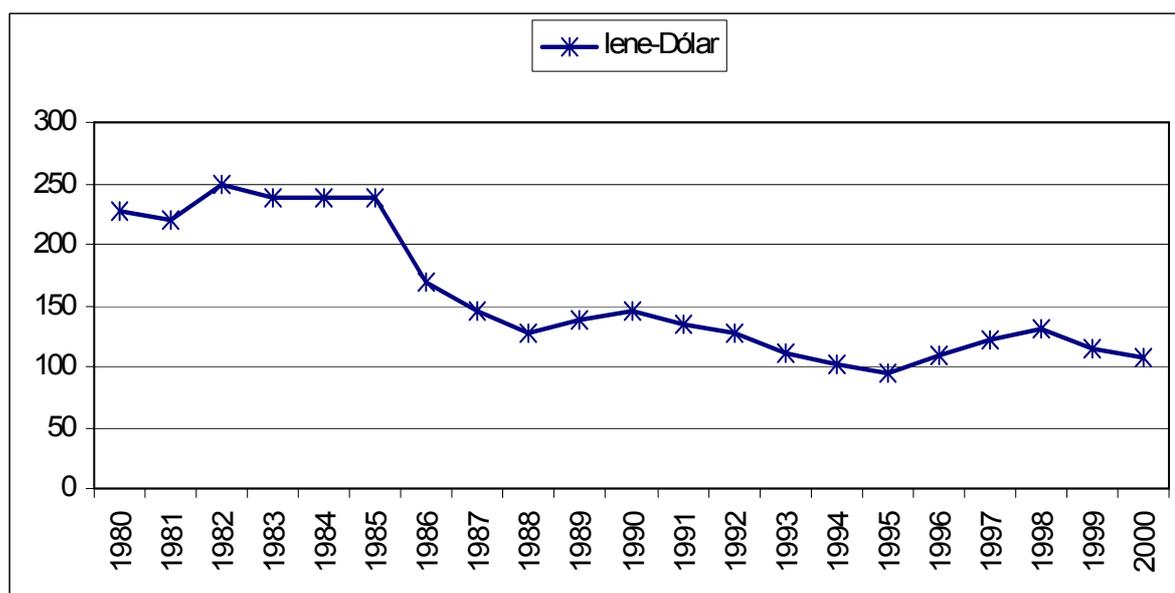
³ Relaxamento dos controles das taxas de juros, começando com a liberalização das taxas de depósito a prazo, em 1985 (Ver Apêndice A). Para uma abordagem das causas dos processos especulativos na economia japonesa ver Torres Fo. (1997) e Ito (2000 e 2003).

⁴ A desregulamentação do sistema financeiro japonês estava inserida no processo de internacionalização da economia japonesa e visava à diversificação dos instrumentos financeiros à disposição do público e a elevação do grau de concorrência no setor. Dessa forma, foram criadas diversas novas formas de captação de recursos para as empresas, especialmente no mercado externo de capital.

na) condução da política monetária, após a valorização do iene⁵, principalmente após o Acordo Plaza em 1985, contribuíram para a formação das bolhas.

As expectativas dos agentes quanto à valorização do iene tomaram proporções maiores que o esperado, causando grandes preocupações nas autoridades japonesas, pois a nova taxa de câmbio sofreu uma valorização próxima a 50%, estabilizando-se apenas no final de 1987⁶.

Gráfico – 1 Valorização da taxa de câmbio



Fonte: Bank of Japan.

A valorização do iene (*Endaka*) causou um novo problema: uma redução na taxa de crescimento da economia e na taxa de lucratividade dos setores exportadores japoneses. De fato, uma variação dessa magnitude na taxa de câmbio, em espaço tão curto de tempo, levou a um forte ajuste, recessivo no ambiente macro e produtivo no ambiente microeconômico.

O setor secundário da economia presenciou um forte ajuste de produtividade, através da modernização das relações intra e interindustriais no país e no exterior. Essa reestruturação industrial se deveu basicamente à valorização cambial e seus efeitos sobre a competitividade da indústria. Entretanto, o *Endaka* também contribuiu para a expansão dos investimentos diretos no exterior, principalmente nos países do sudeste asiático, como parte deste processo

⁵ Em grande medida, os mega-superávits com os EUA e os saldos crescentes com o sudeste da Ásia, correlacionados ao movimento de venda de ativos no exterior, pós-abertura financeira, conduziram a essa valorização. Entre 2008 e 2009, com os impactos da crise global, o iene voltou a apreciar em relação ao dólar, com taxas de 90,75 e 92,06 ienes por dólar; em setembro de 2010, atingiu a taxa de 82,87, fato que levou o Ministério das Finanças japonês (MOF) a atuar no mercado de câmbio pela primeira vez, desde 2004.

⁶ Desde o começo da ruptura do sistema Bretton Woods, em 1971, o câmbio japonês vem sofrendo volatilidade; em prazos mais longos, no sentido de apreciação. Assim, ao longo dos últimos 25 anos, o iene sofreu elevações agudas, como se pode ver no Gráfico 1. Ver também Melin (1998).

de reestruturação industrial, e nos EUA e Europa, como estratégia de aproximação aos principais mercados consumidores (TONOOKA, 2004).

Uma das conseqüências da abertura financeira foi a diminuição da dependência das empresas japonesas, particularmente das grandes empresas⁷, em relação ao mercado bancário doméstico. O novo cenário criado provocou uma mudança na composição das carteiras de empréstimos dos bancos⁸.

Dois caminhos apresentavam-se aos bancos japoneses. No sistema financeiro internacional, estes procuraram retomar sua posição junto às grandes empresas, sobretudo japonesas, tendo que enfrentar um ambiente de elevado grau de concorrência; enquanto, no sistema financeiro nacional, aumentaram sua exposição junto a segmentos que, diferentemente das grandes corporações, não possuíam acesso a uma variedade tão extensa de opções de captação de recursos. Boa parte desses tomadores estava disposta a aceitar condições de financiamento menos vantajosas. Dessa forma, após a perda do espaço desfrutado anteriormente, na condição de monopolizadores do fornecimento de crédito às grandes empresas, os bancos japoneses estavam propensos a maiores riscos no mercado interno, ou seja, esse cenário possibilitou o surgimento de bolhas especulativas apoiadas no crédito bancário, em um contexto em que ainda inexistiam instrumentos adequados de supervisão bancária. Ademais, trata-se de um sistema empresarial e bancário agressivo há décadas, ao menos desde o Pós-II G.M., o que se converteu em uma segunda “natureza” dos agentes econômicos do país, uma maior agressividade e propensão à incerteza e ao risco (Dequech, 1998).

Finalmente, a fim de diminuir os efeitos recessivos do *Endaka* sobre a demanda interna, o Banco do Japão (BOJ) reduziu a taxa de juros em 50%, entre agosto de 1986 e maio de 1989. A desregulamentação dos mercados financeiros, imobiliários, o *Endaka* e juros em queda resultaram em uma explosão nos preços dos ativos. O BOJ reagiu a esta elevação nos preços dos ativos com aumentos sucessivos na taxa de juros, a partir do segundo semestre de

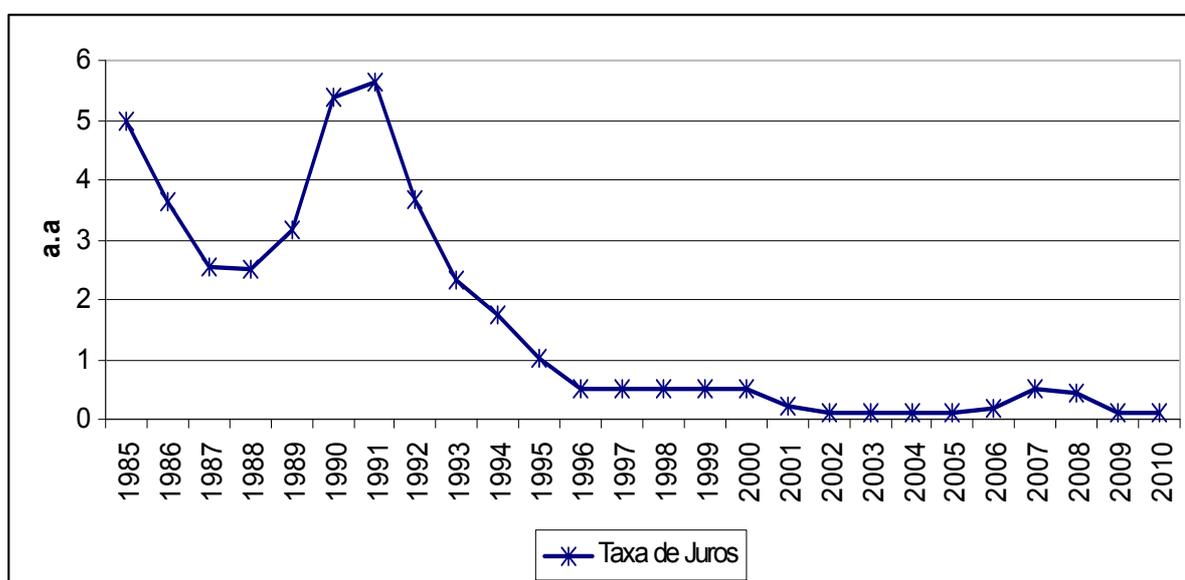
⁷ Após 1985, ocorreu um “esgarçamento” dos Keiretsu japoneses (complexo de empresas, *trading* e financeiras), isto é, uma menor união e sinergia entre as várias empresas, inclusive bancos, deles constituintes. Isto se deu à abertura financeira que possibilitou novas formas de captação de recursos e a dificuldade de algumas empresas do grupo. Sobre esse assunto, ver, Gerlach (1989), Levi (1996), Somel (1992) e Torres Fo. (1992). Cabe ressaltar que o estabelecimento de laços entre empresas no Japão não se limitava (ou limita) apenas à forma dos *Keiretsu*, sendo também usual uma grande variedade de relações inter-empresariais que guardam maior ou menor proximidade com essa estrutura, normalmente baseadas em esquemas de participações acionárias. Ver a estrutura dos seis maiores *Keiretsu*, no Apêndice B.

⁸ Nesse novo período, a liberalização das transações cambiais permitiu a emissão de títulos de dívida em mercados externos, sem exigências de colaterais, presentes no caso doméstico. Assim, entre 1983 e 1987, a utilização desse recurso, para a captação das empresas, cresceu substancialmente.

1989 e agosto do ano seguinte, com a taxa de juros passando de 2,5% para 6% ao ano (Ministério das finanças do Japão).

Para Bernanke (1999), entre os mais destacados enganos de política monetária japoneses estão: 1) o fracasso em não apertar a política monetária em 1987-1989 (Gráfico 2), apesar da evidência de crescentes pressões inflacionárias, uma falha que contribuiu para a formação da bolha especulativa; 2) a aparente tentativa de estourar a bolha especulativa, em 1989-1991, o que induziu a uma queda nos preços dos ativos; e 3) o fracasso em intervir adequadamente, no período 1991-1994, nos preços dos ativos, no sistema bancário e no declínio da economia.

Gráfico – 2 Taxa de juro da economia japonesa (em percentagem)



Fonte: Bank of Japan.

Nota: Em 2010, a média vai até o mês de agosto.

Por isso, Bernanke e Gertler (1999) argumentam que se a política monetária japonesa, após 1985, tivesse focado na estabilização da demanda agregada e na inflação, ao invés de ficar distraída com a taxa de câmbio ou com o preço dos ativos, o resultado teria sido muito melhor. Porém, não devemos esquecer que a taxa de câmbio era crucial para o desempenho da economia japonesa e de várias de suas empresas mais dinâmicas⁹. Em 2009, após a queda da demanda externa e também do produto japonês, em grande medida, devido à crise financeira

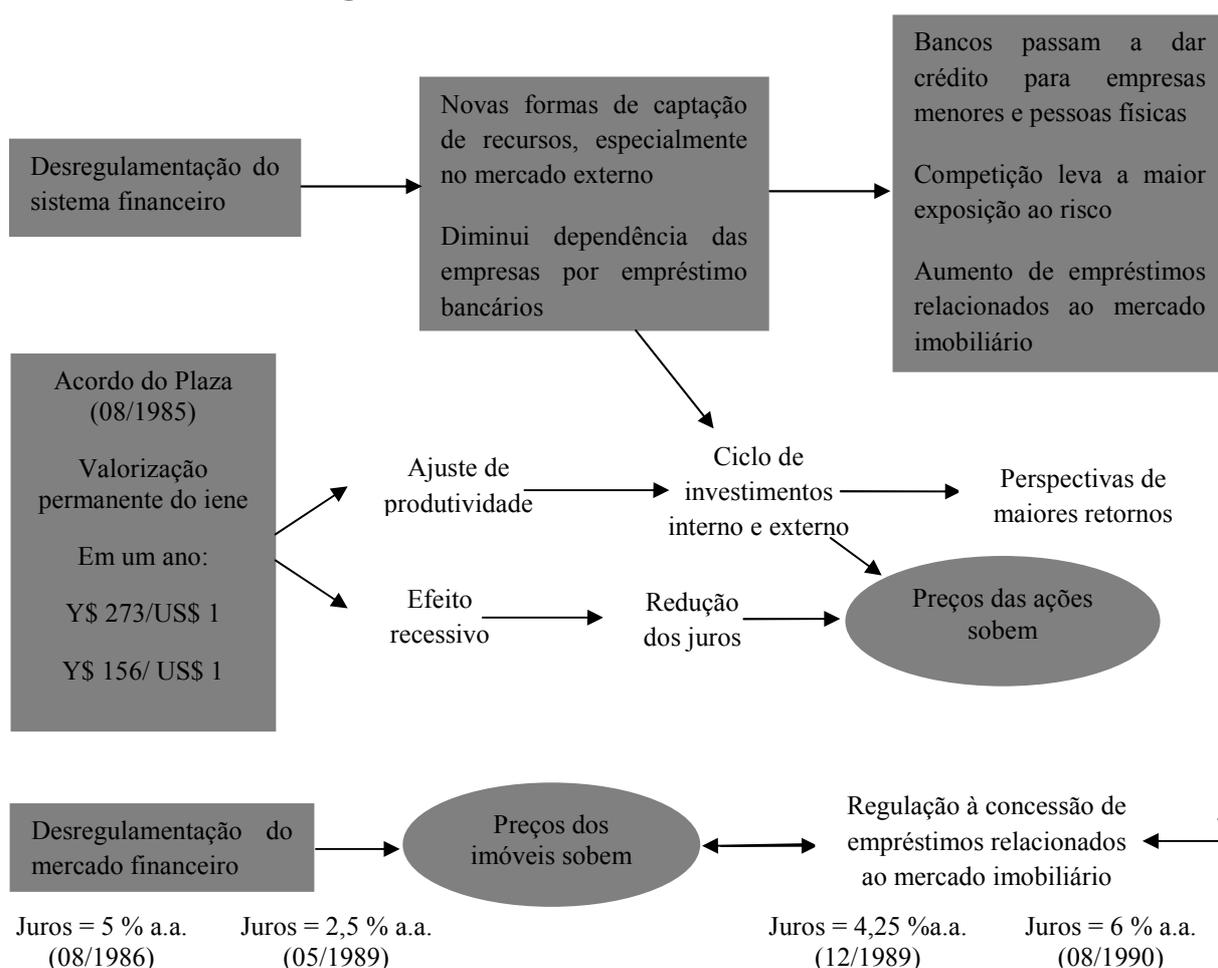
⁹ Cabe ressaltar que as baixas taxas de juros da década de 1990 e a desregulamentação financeira dos EUA têm alta similaridade com a crise do *subprime*, iniciada no final de 2006. Ou seja, as falhas apontadas pelos autores, na crise japonesa, foram retomadas nos EUA, agora, como se sabe, tendo Bernanke como um dos principais formuladores de políticas, na Presidência do Federal Reserve.

americana, o BOJ cortou a taxa de juros para uma faixa de 0% a 0,1%, justificada por meio de menções à preocupação com o ritmo da recuperação da economia.

Assim, a mudança observada na condução da política monetária produziu uma reversão das expectativas quanto à rentabilidade esperada dos investimentos, reforçando a desconfiança de que a desregulamentação dos mercados provocou uma deterioração crescente na situação patrimonial dos bancos, decorrente da sua maior exposição ao risco de inadimplência, pelo aumento da concorrência e também pela interação com novos mercados. Os riscos com a má administração das carteiras de crédito dos bancos e investimento cresceram na proporção dos preços dos ativos no mercado sem instrumentos adequados de supervisão bancária.

Nesse contexto, Tonooka (2004) exemplifica bem os fatores que originaram a bolha especulativa na economia japonesa¹⁰.

Figura – 1 Determinantes da economia da bolha

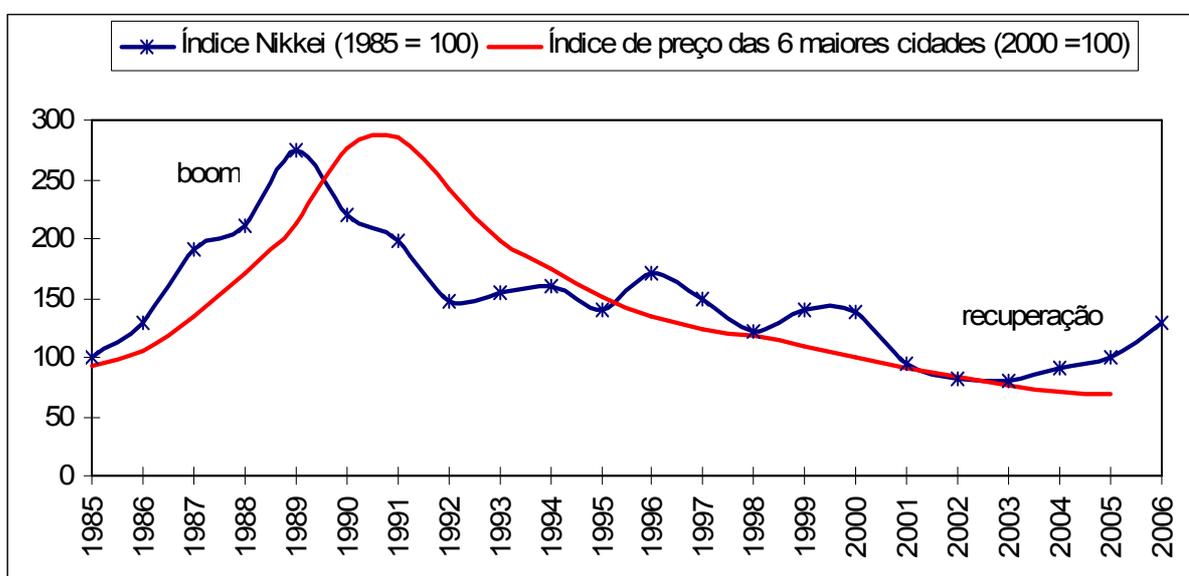


Fonte: Tonooka, (2004)

¹⁰ Para fins ilustrativos, ver também no Apêndice C a estrutura do sistema financeiro japonês.

Em seguida à elevação nos preços dos ativos, os mercados acionário e imobiliário entraram em colapso, no início da década de 1990. Após uma elevação extraordinária, em que os preços dos ativos quase triplicaram em apenas quatro anos, o mercado acionário despencou, em 1990. Os ganhos com a expressiva elevação nos preços dos ativos, durante período da bolha especulativa, foram perdidos completamente nos doze anos seguintes, com a maior queda ocorrendo nos dois primeiros anos e meio após o estouro da bolha especulativa. Em 1991, o mercado imobiliário também começou a apresentar problemas, após a triplicação dos preços dos imóveis, entre 1985 e 1990: estes mesmos preços voltaram ao seu nível inicial de meados da década de 1980, em 2000.

Gráfico – 3 Preço de ativos no Japão (1985-2006)



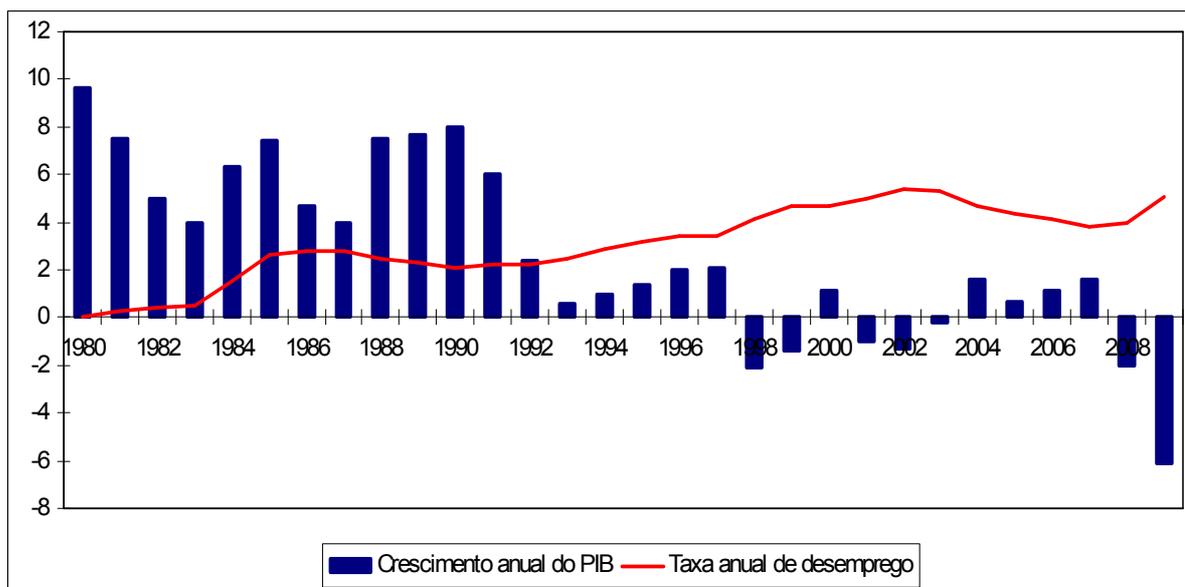
Fonte: Bank of Japan

O colapso das bolhas especulativas interrompeu o longo período de crescimento da economia japonesa no pós-guerra¹¹, com a economia caindo em uma forte estagnação, mas os efeitos imediatos não foram devastadores. Após uma taxa de crescimento próxima a 4% no início da década de 1990, a economia estagnou, na segunda metade da década, com média de crescimento próxima a 1% (Gráfico 4). A taxa de desemprego começou a aumentar gradualmente, até chegar a níveis elevados para os padrões japoneses, em torno de 5%, após 2000, e com a taxa de inflação caindo de 3,5 por cento para praticamente zero, entre 1991 a 1998, e tornando-se negativa, entre 1999 e 2006, fora dois anos (2004 e 2006) em que foi nula

¹¹ Entre 1953 e 1973 a economia japonesa teve uma taxa média de crescimento do seu PNB próxima a 10%. Ver Torres Fo. (2000).

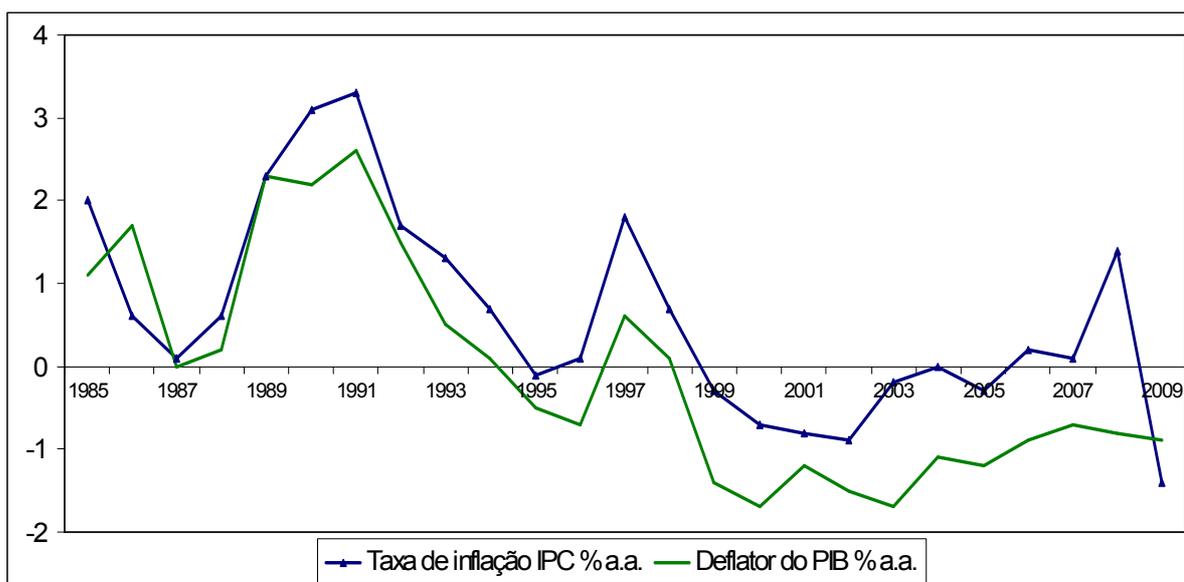
(Gráfico 5)¹². No entanto, a princípio, era esperado que a economia japonesa respondesse de forma rápida, pois se acreditava que a economia passava por uma recessão cíclica normal e não necessitava de uma política agressiva por parte do governo, dados os sinais de recuperação, entre 1994 e início de 1997, do PIB e da taxa de inflação.

Gráfico – 4 Crescimento e desemprego, no Japão (em porcentagem)



Fonte: FMI, WEO database.

Gráfico – 5 Taxa de inflação no Japão (1985 – 2007)



Fonte: FMI, WEO database.

¹² Deflator do PIB é a medida do nível de preços calculada como a razão entre o PIB nominal e o PIB real, multiplicada por 100.

A percepção do grave problema que passava a economia japonesa tornou-se evidente, contudo, quando eclodiu uma crise no setor bancário, em 1997. O colapso dos ativos japoneses deixou o setor bancário diante de grandes problemas com empréstimos, aumentando os riscos de mais um longo período de economia fraca. Para Kang et al. (2009a, p.62):

A vulnerabilidade financeira surgiu a partir da ausência de uma recuperação sustentada. A contínua alavancagem das empresas e o aumento do risco de crédito de mercados importantes colocou uma pressão crescente sobre o capital dos bancos. No entanto, seis anos após, as falhas nos empréstimos imobiliários e a queda nos preços das ações levaram o mercado interbancário ao congelamento e a uma onda de falências no setor bancário, com falência de alguns dos maiores bancos do país. A situação foi agravada pela deterioração do ambiente externo provocado pela crise asiática, com a economia contraindo-se por dois anos consecutivos, com o crescimento, pela primeira vez, tornando-se negativo....

Posteriormente, a economia parecia se recuperar entre 1999 e 2000, ajudada em parte pela expansão da economia mundial, principalmente das economias em desenvolvimento¹³, e da política de estímulo fiscal¹⁴. No entanto, seguindo a explosão da bolha de valorização das empresas de tecnologia, no ano 2000, muitas empresas japonesas viram seus lucros deteriorarem-se e com um setor bancário ainda frágil. Assim, foi renovada uma nova fase da crise financeira (ver Gráfico 4, mais uma vez). A economia basicamente teve crescimento negativo, em 2001 e 2002, com o hiato de produto aumentando e causando novamente uma deflação, piorando ainda mais as expectativas dos agentes quanto à recuperação. A (Tabela 1) traz um cronograma da crise japonesa.

As políticas adotadas contra a desaceleração pareceram perder a sua eficácia quando a política monetária atingiu o limite, com taxa nominal de juros zero, e com elevado déficit fiscal, estas políticas pareciam não reverter a queda da economia. Em 2002, a taxa de desemprego atingiu 5,5 por cento, com a relação dos *no-performing loans* (NPL) atingindo um pico de quase 9%. Por outro lado, a dívida líquida do setor público continuou a aumentar, alcançando quase 75% do PIB, em termos líquidos, entre 1997 e 2002, a mais alta dentre as economias avançadas.

Em 2002, medidas mais agressivas foram tomadas para lidar com os empréstimos problemáticos, as quais, juntamente com a nacionalização de grandes bancos, ajudaram a

¹³ Taxas de crescimento do Produto Mundial, em 1999 e 2000: 2,8% e 4%; das economias em desenvolvimento: 3,5% e 5,4%.

¹⁴ Esse assunto é retomado no capítulo 2.

Tabela – 1 Cronograma da crise japonesa

1989 Pico no mercado acionário

Crise Fase 1: Desaceleração

1990 Picos nos preços das Terras

1994 Falência do banco Hyogo

1996 Série de falências das companhias de empréstimos a imóveis residenciais

Crise Fase 2: Intensificação e Incipiente Recuperação

1997 Falência da Yamaichi Securities Co. Ltd. e do banco Hokkaido Takushoku

1998 Primeira injeção de fundos públicos nos bancos

Long-Term Credit Banco do Japão e Nippon Credit Bank nacionalizados

1999 Segunda injeção de fundos públicos nos bancos

Banco do Japão (BOJ) implementou a política de taxa de juros zero

Resolution and Collection Corporation (RCC) iniciou as compras dos NPLs das instituições financeiras saudáveis

Série de fusões entre grandes bancos

2000 O BOJ reduz a taxa de juros para próxima a zero

Crise Fase 3: Renovado o estresse sistêmico

2001 O BOJ reduz a taxa de juros e implementa a política de *quantitative easing*

2002 Proteção total dos depósitos encerrada

Programa de Revitalização Financeira implementado

O BOJ inicia compras de ações de bancos

2003 Banco Resona nacionalizado

Criação da Industrial Revitalization Corporation of Japan (IRCJ)

Banco Ashikaga nacionalizado

Recuperação Sustentada

2004 Completa proteção para depósitos à vista (*payable on demand*) é encerrada

2005 Aumento dos empréstimos bancários

2006 Banco do Japão sustenta política de juros zero e retira a *quantitative easing*

Crise Fase 4: Impactos da crise do *subprime*

2009 O banco do Japão corta a taxa de juro para uma faixa de 0% a 0,1%

2010 O Ministério das Finanças do Japão atua no mercado de câmbio pela primeira vez desde 2004

Fonte: Elaboração própria, a partir de Standard e Poors (2008).

diminuir o estresse sistêmico. Um ciclo virtuoso começou a tomar forma, com a melhora da saúde do setor bancário e progressos nas recuperações de empresas com problemas estruturais da época da bolha especulativa.

Muitas razões foram apresentadas para explicar o mau desempenho da economia japonesa durante a década de 1990 e nos anos da década de 2000. Mas, um dos problemas mais importantes tem sido a saúde do setor bancário japonês. Sem um setor bancário saudável, uma chance de recuperação forte da economia é remota (ITO e HARADA, 2004).

De outra forma, os bancos japoneses tinham uma leniência elevada com relação às empresas que possuíam fortes ligações com eles, ou seja, com empresas pertencentes ao *Keiretsu*, dadas as participações no capital do banco. Assim, se uma destas empresas declarasse falência, o banco perderia tanto sua participação acionária quanto sua parcela nas dívidas totais da empresa falida.

Peek e Rosengren (2004) argumentam, neste contexto, que os bancos possuíam incentivos perversos para continuar a disponibilizar crédito para as empresas mais fracas, muitas das quais já economicamente insolventes, ainda que o valor esperado dos empréstimos fosse negativo. Além das perdas descritas acima com a potencial falência das empresas, os bancos eram obrigados a comunicar aos órgãos responsáveis as quantidades dos *non-performing loans* em suas carteiras, o que complicaria ainda mais suas situações (dos bancos insolventes), dadas as ações corretivas dos órgãos responsáveis por sua regulação. Após o período de recuperação sustentada, entre 2004 a 2007, os impactos da crise financeira internacional chegaram novamente à economia japonesa, em 2008 e 2009, com o crescimento anual voltando a ser negativo e a taxa de desemprego retomando uma tendência ascendente. Outro fator negativo foi o ressurgimento da deflação, que havia sido neutralizada em 2006 (ver Gráfico 4 e 5).

Para Vattipalli (2004) um dos principais fatores que provocou o colapso no setor bancário foi o sistema *Keiretsu*. A relação estreita entre os bancos e empresas com alto volume de participação acionária cruzada permitiu às empresas empréstimos bancários e segurança contra aquisições hostis, esse grande complexo industrial possuía enorme influência sobre a política econômica e industrial japonesa. Agiam como obstáculo à entrada de empresas estrangeiras por causa da sua preferência na aquisição de produtos de outras empresas do grupo, além de ajudar a manter os preços artificialmente elevados. Também atuou como cartéis, levando à monopolização das indústrias japonesas. Vattipalli (2004, p.4):

O *Keiretsu* possuía enorme influência sobre o Ministério das Finanças. Indiretamente influenciava na política. Até os funcionários do governo tinham estreitas ligações com o grupo....Os bancos começaram a sofrer com os *no-performing loans* devido aos baixos pagamentos de dividendos e ao baixo desempenho das empresas que geralmente eram tolerados. Esta prática resultou em governança corporativa ruim nos bancos japoneses. Eles emprestavam às empresas do grupo sem avaliação de crédito adequada, porque possuíam capital nessas empresas. E essas empresas tinham pouco incentivo para aderir os princípios de governança corporativa, porque elas estavam protegidas pela influência política do *Keiretsu*. *Hostile take-overs* e *combined shareholder action* eram raros no Japão, um forte contraste com os países desenvolvidos. Assim, os acionistas e seus direitos foram negligenciados, considerando os *Keiretsu* de pouca importância.

Retomando a discussão da Tabela 1, na terceira fase, entre 2001 e 2003, foi empregada uma abordagem mais agressiva para restaurar a saúde financeira do setor bancário, juntamente com o estímulo proveniente da expansão da economia chinesa, o que possibilitou melhores expectativas quanto à economia japonesa. Em contraste com as tentativas anteriores de recuperação, a demanda interna estava aquecida, dada a revitalização do setor bancário, ou de parte dele, e também com a falência de algumas empresas “zumbis”, as quais não tinham condições de cumprir seus acordos financeiros, ou seja, que estavam tecnicamente falidas¹⁵. Como resultado, o crescimento sustentado finalmente se tornou realidade, entre 2003 e 2007, com uma média de 2% e queda na taxa de desemprego (ver Gráfico 4). Condições globais favoráveis, juntamente com o aumento das exportações, beneficiaram a recuperação desse período.

A partir de 2002 (Gráfico 6), as exportações japonesas expandiram-se para quase 18% do PIB, em 2007. De fato, a expansão da economia chinesa, grande importadora de produtos japoneses, contribuiu para a retomada do crescimento japonês¹⁶. Em 2008 e 2009, ocorre uma acentuada queda nas exportações e importações, praticamente zerando a balança comercial japonesa.

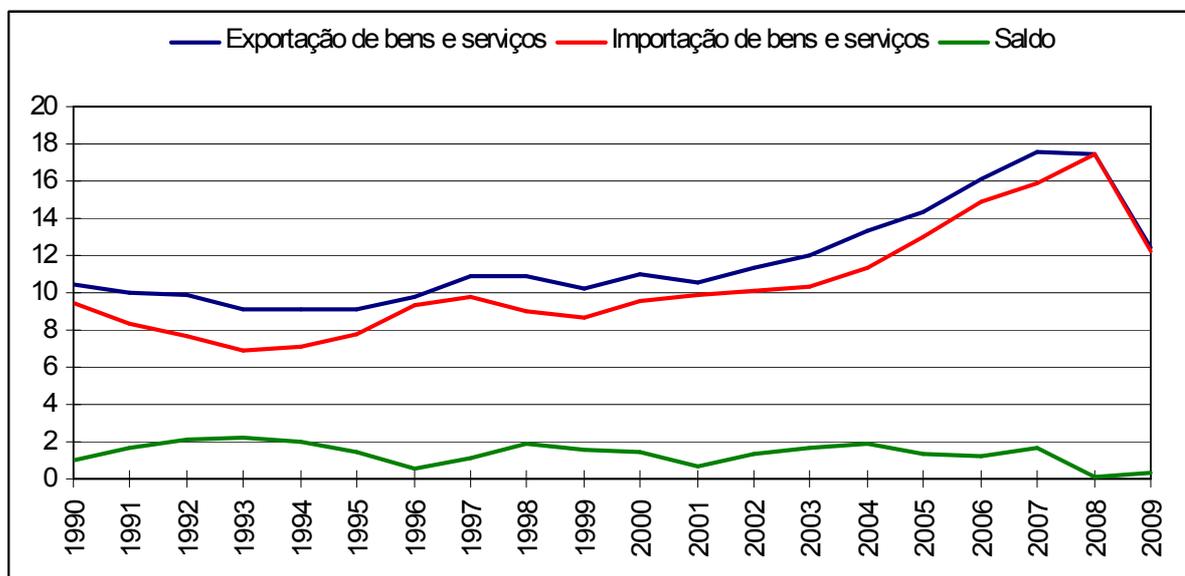
As importações de bens e serviços acompanharam a expansão, correspondendo a 16% do PIB em 2007. A Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), na década de 1980, com uma taxa média de 29,52% do PIB caiu para uma taxa média de 22,6% entre 2002 e 2009

¹⁵ Empresas que contribuíam pouco para a produção nacional e ainda demandavam empréstimos bancários, aumentando o volume dos *no-performing loans*.

¹⁶ No entanto, com a queda da demanda interna (Crise Fase 4), a maior incerteza agora para a economia japonesa é se a economia chinesa continuará a crescer na atual velocidade. É difícil imaginar que a China voltará ao nível de uma economia subdesenvolvida, mas muitos esperam que, em algum momento, um grande ajuste venha, com fortes efeitos sobre a economia japonesa.

(OECD.STATEXTRACTS), com a produção industrial acompanhando as quatro fases descritas pela Tabela 1.

Gráfico – 6 Balança comercial da economia japonesa (em % do PIB)



Fonte: FMI, WEO database.

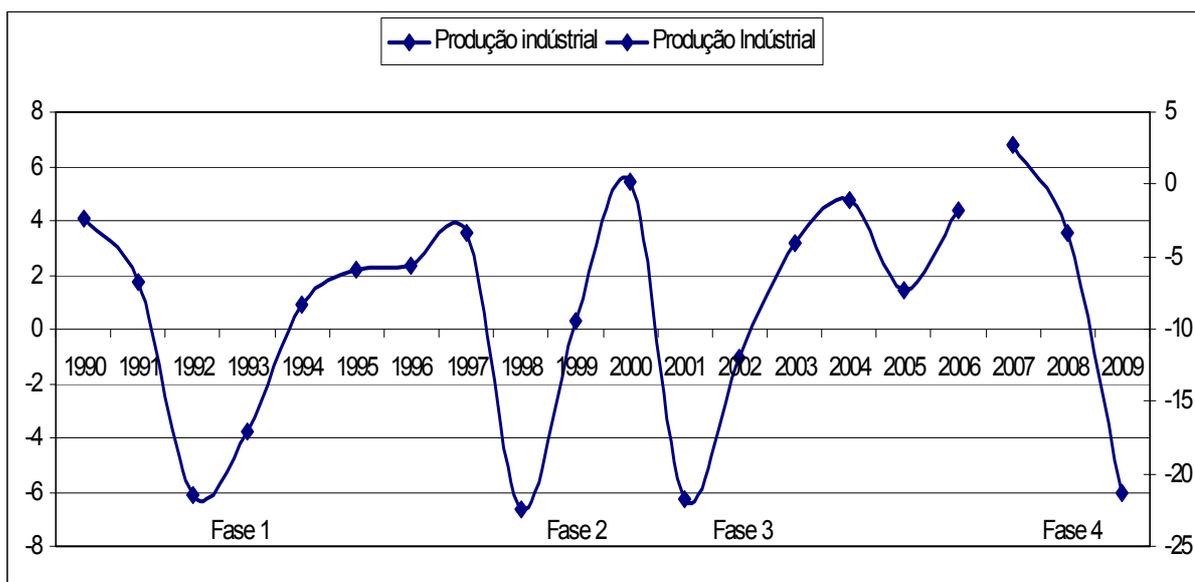
Na primeira fase, entre 1990 e 1996, a produção industrial seguiu o colapso da bolha especulativa, declinando a partir de 1991. Com o surgimento da crise bancária, em 1997, veio a segunda fase. A terceira fase deu-se em 2001, impulsionada pela explosão da bolha de tecnologia de 2000. Para alguns autores¹⁷, nesta fase foi empregada uma abordagem mais agressiva para restaurar a saúde financeira do setor bancário, possibilitando uma recuperação entre 2002 e 2006, com taxas de crescimento industrial quase sempre positivas (Gráfico 7). Por fim, a crise financeira internacional, que teve início em agosto de 2007, afetou tanto o lado real da economia japonesa quanto o comportamento da taxa de câmbio. Contudo, somente no fim de 2007 é que a produção industrial japonesa começa a sua trajetória de queda.

Em termos gerais, entre 1990 e 2009, pós-estouro da bolha especulativa, o PIB japonês evoluiu apenas 0,77% em média, menos do que o de todos os outros países do G7: Reino Unido (5,03%), EUA (4,86%), Itália (4,64%), Canadá (4,34%) Alemanha (3,59%) e França (3,39%). Foi um desempenho desastroso para um país que, nos quarenta anos anteriores, liderou as taxas de crescimento (Torres Fo., 2000). Todavia, paradoxalmente, no período de

¹⁷ Ver Standard e Poors (2008).

1990 a 2009, houve uma queda no investimento em relação ao PIB em todos os países do G7, porém, mesmo com esta queda, o Japão foi o país que destinou a maior parte do PIB para investimento entre todos estes países, com 25,98%, com a Itália e Canadá ficando atrás, com 20,09% e 19,9%, respectivamente (INTERNATIONAL MONETARY FUND 2011).

Gráfico – 7 Produção industrial do Japão (variação percentual) *



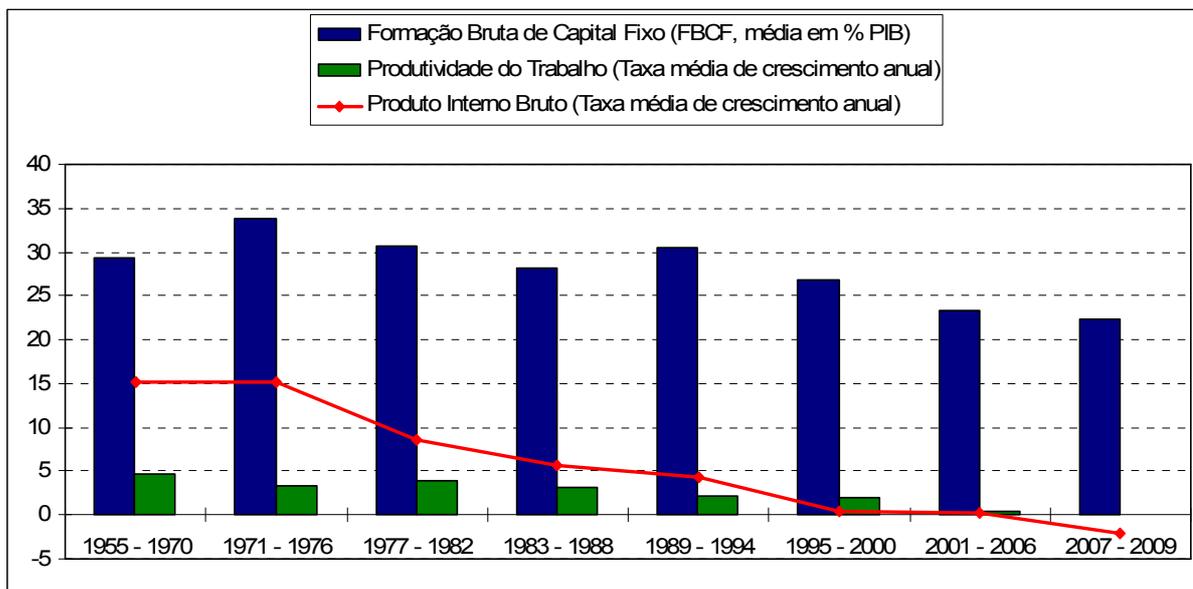
Fonte: FMI, WEO database.

*: Percentual correspondente ao período do ano anterior, ajustado sazonalmente.

O que pode ter contribuído para desacelerar o crescimento econômico japonês além dos estouros das bolhas especulativas e a crise bancária? A crise financeira alterou o potencial de crescimento japonês de longo prazo? Afora os fatores já discutidos até aqui, outros podem ter influenciado. Dentre eles: a queda na força de trabalho, com as taxas de investimento e da produtividade convergindo para níveis consistentes com os de outras economias avançadas.

Entre 1955 a 1970, a força de trabalho do Japão cresceu a uma taxa de 1,8% ao ano, quase duas vezes mais rápida que o crescimento recente dos EUA (OECD STATEXTRACTS). Em 1985, esse valor havia caído para próximo um terço desta taxa. A taxa de investimento média da economia japonesa entre 2005 e 2009 foi de 22,7%, aproximou-se das taxas do Canadá, França e Itália (22%, 21% e 20,54%) (INTERNATIONAL MONETARY FUND 2011). Finalmente, a taxa média de crescimento anual da produtividade do trabalhador japonês apresenta queda consistente entre 1955 a 2009 (Gráfico 8).

Gráfico – 8 Economia Japonesa (Fundamentos enfraquecidos)



Fonte: FMI, OECD.

A partir de 1994 (Gráfico 8) há um enfraquecimento de todos os indicadores. E em menor magnitude a FBCF, embora, sofrendo um lento processo de queda, após a crise, manteve-se acima da média dos outros países avançados. Por outro lado, a queda da produtividade foi acentuada. Então, pode ser consistente a ideia de que o “*catching up*” da economia japonesa está chegando ao seu fim. No entanto, para esse trabalho a crise financeira alterou alguns dos principais fundamentos da economia japonesa, dentre eles a relação entre o setor bancário e empresarial¹⁸.

À medida que a economia japonesa passou de uma recessão cíclica normal para uma forte estagnação, as causas desses fatores passaram por análises mais profundas, e uma série de hipóteses concorrentes emergiram. Elas podem ser divididas em duas categorias principais: a primeira foca a política monetária e sustenta que o Japão esteve preso em uma armadilha da liquidez (Krugman, 1998).

A participação do consumo é historicamente baixa no Japão, a partir de uma elevada taxa de investimento/poupança, basicamente estrutural. Segundo esta hipótese da armadilha da liquidez, a recessão levou a um desequilíbrio suficientemente grande entre poupança e investimento, com as perspectivas de crescimento da economia japonesa sendo tão sombrias que a taxa real de juros que equilibraria poupança e investimento teria de ser negativa. Porém, a reputação anti-inflacionária do BOJ seria suficientemente forte para que as expectativas sobre a inflação futura sejam baixas. Como resultado, apesar de serem baixas as taxas de juros

¹⁸ Assunto retomado nos próximos capítulos.

nominais de curto e longo prazo, as autoridades monetárias foram incapazes de reduzir a taxa real de juros para níveis negativos, via inflação, medida necessária e suficiente para esta hipótese, a qual traria novamente a economia ao pleno emprego. Sob esse ponto de vista, a política monetária não seria a política anticíclica mais eficaz, a despeito de o estímulo fiscal utilizado no passado ter tido um impacto limitado, devido à equivalência Ricardiana. Ademais, com as credenciais não inflacionárias do BOJ, ambas políticas perderam força e, portanto, foram incapazes de tirar a economia japonesa da recessão das últimas décadas¹⁹.

A segunda hipótese entende que os momentos recessivos da economia japonesa são reflexos de problemas com as intermediações financeiras. Os bancos desempenhavam um papel muito mais importante nas intermediações financeiras no Japão do que nos sistemas financeiros dos países anglo-saxões, tais como os EUA e Inglaterra²⁰, pois, no Japão, os bancos eram os principais fornecedores de crédito às pequenas e médias empresas. Durante a fase de criação e expansão da bolha especulativa, bancos emprestavam grandes somas de dinheiro para as empresas que utilizavam terras como colateral. Com o colapso dos preços das terras seguindo a queda do mercado acionário, muitos desses empréstimos passaram a *no-performing*. Esse colapso reduziu, então, ainda mais o capital dos bancos²¹. A capacidade limitada de os bancos ofertarem empréstimos às empresas foi, desta forma, influenciada pela necessidade de cobertura dos *no-performing loans* e de adequação de capital²². Como resultado, também as partes mais produtivas do setor empresarial ficaram privadas de novos empréstimos. As pequenas e médias empresas, em particular, não tiveram capacidade de desempenhar o papel esperado na recuperação econômica. Sob este ponto de vista, as restrições de crédito foram a principal restrição para a reestruturação da economia, e a incapacidade de financiar limitou a efetividade da política monetária²³ (que em grande parte operava através dos bancos), inabilitando, adicionalmente, o setor privado aos estímulos fiscais.

Ao argumentar sobre essas hipóteses, ou seja, sobre os principais fatores que levaram a economia japonesa à recessão da última década, Bayoumi (2000, p.13) destaca que:

¹⁹ Monetaristas, contudo, argumentam que a armadilha da liquidez é uma ilusão e que o problema da política foi a falta da expansão da base monetária. Cf. Bayoumi (2000).

²⁰ Ver Borio (1996), para uma comparação entre sistemas financeiros.

²¹ O capital dos bancos era suscetível a mudanças nos preços das ações, porque os bancos japoneses possuíam grandes quantidades de ações de empresas industriais. Cf. Know (1998).

²² Porém, alguns trabalhos relatam que os bancos japoneses, nesse período, continuavam fora dos critérios de adequação de capital do Acordo de Basileia. Ver Tonooka (2004) e Kanaya e Woo. (2000).

²³ A política monetária no Japão será discutida no Capítulo 2.

Essas explicações não são mutuamente exclusivas. Na verdade, seria pouco provável que um período de baixo crescimento vivido pela economia japonesa, após o colapso dos ativos, teria uma única causa. No entanto, cada explicação aponta para um conjunto diferente de variáveis, como o principal fator que explica tal período.

A experiência japonesa fornece, assim, um rico e variado aprendizado, o qual pode orientar as políticas econômicas no combate às crises financeiras futuras. Assim, pergunta-se:

- Com base na experiência do Japão, políticas fiscais podem ser usadas para estimular a economia e, em caso afirmativo, qual a melhor forma de usá-lá? Adicionalmente, que precauções devem ser tomadas em relação à sustentabilidade fiscal, no médio e longo prazos?
- O Japão obteve sucesso, ao facilitar as condições de crédito e no combate à deflação, usando políticas monetárias não convencionais?
- As estratégias utilizadas pelo governo japonês para reestruturar o setor bancário devolveram a estabilidade ao setor?
- A economia japonesa está ou esteve presa em uma armadilha da liquidez?
- O longo período recessivo recente da economia japonesa é reflexo de problemas com a intermediação financeira (crise bancária)?
- Essas explicações são ou não mutuamente exclusivas (armadilha da liquidez e crise bancária)?

Este trabalho buscará respostas para essas perguntas, nos próximos capítulos. Mas, mesmo que aceitássemos o melhor dos cenários, isto é, que o pior já passou e que a crise financeira japonesa foi finalmente resolvida, uma coisa é certa: isto não foi alcançado antes de uma “década perdida” caracterizada por um período longo de baixo crescimento, deflação nos preços dos ativos, falências bancárias e persistência dos *no-performing loans*.

2 POLÍTICAS PARA CONTER A CRISE DE SOLVÊNCIA

Este capítulo tem por objetivo investigar a experiência japonesa com a crise bancária da década de 1990 e potenciais medidas tomadas pelo governo japonês para sua resolução. As políticas fiscais e monetárias também são revisadas. Tais análises buscam evidências quanto às causas do longo período de estagnação e a prolongada deflação na economia japonesa. A acentuada deterioração da economia japonesa conduziu ao aumento da inadimplência e a um aperto ainda maior nos créditos bancários. Vale dizer, o setor bancário tem sido um ponto fraco na economia japonesa.

2.1 Os estímulos fiscais

“Before Keynes, it was commonplace that government spending and taxation were powerless to affect the aggregate levels of spending and employment in the economy; they could only redirect resources from the private to the public setor.... The Keynesian demonstration ... changed all this. Economists began to stress the macroeconomic effects of government spending and taxation. It became commonplace that not only would have multiplier effects of perhaps several dollars more. The old view that government spending simply crowded out private spending was banished.”

Alan S. Blinder e Robert M. Solow (1973, p. 319).

A eficácia da política fiscal no Japão durante a década perdida tem sido objeto de muito debate. O estímulo fiscal foi utilizado para combater a recessão, no entanto, o crescimento continuou baixo. O aumento dos gastos governamentais criou um déficit médio de mais de 5% do PIB, entre 1993 e 2000: como resultado, a dívida líquida aumentou em 60% do PIB.

Alguns trabalhos argumentam que a política fiscal expansionista foi eficaz, mas, não utilizada de forma consistente (Koo, 1998, 1999, 2003; Ito, 2000). Para outros, a combinação de déficits públicos; dívidas crescentes, estagnação e fortes efeitos da Equivalência Ricardiana²⁴, aos quais se pode adicionar restrições de um setor bancário disfuncional, contribuíram para uma baixa eficácia do estímulo fiscal (Spilimbergo *et al.*, 2008; Mühleisen, 2000; Kenneth e Posen, 2002; Nagatani, 1996; Yoshitomi, 1996; Posen, 1998; e Werner, 2004). Ademais, a eficácia da política fiscal parece ter sido amortecida pelos fracos

²⁴ Dentro dos modelos Keynesianos, monetaristas e alguns Novo-Clássicos, se os gastos do governo forem financiados por déficit e, assim, por vendas de títulos ao público, a taxa de juros será mais alta do que seria se esses gastos fossem financiados por impostos. Já a tese ricardiana sustenta que para um dado montante de despesa pública a substituição de impostos por dívida não tem qualquer efeito na procura global nem na taxa de juros. A dívida pública não tem qualquer efeito riqueza, o que faz com que em termos de efeitos na economia o financiamento da despesa pública por dívida seja equivalente ao financiamento por impostos.

multiplicadores fiscais, durante o período da crise (Kang *et al.* 2009a). Nesse sentido, Katz (2009, p.23) afirmou que:

Falhas de política – da má condução da política fiscal e monetária japonesa contribuíram para o fracasso do governo em enfrentar a crise de crédito – fizeram uma situação ruim ficar ainda pior. Mas, mesmo se os legisladores tivessem feito tudo da forma correta, a economia japonesa ainda continuaria estagnada, até que suas falhas fundamentais fossem curadas.

As falhas fundamentais descritas pelo autor fazem referência aos problemas do setor bancário e a um sistema regulador brando, ou seja, à baixa concessão de créditos por parte dos bancos japoneses, aos *no-performing loans*, no balanço dos bancos, e a um número elevado de empresas “zumbis”, as quais não tinham condições de cumprir com seus acordos financeiros (vale dizer, encontravam-se tecnicamente falidas)²⁵.

As operações fiscais no Japão são realizadas através de um complexo arranjo institucional. O núcleo principal é a conta do governo central que recebe quase todas as receitas fiscais nacionais vinculadas. Há também 38 contas especiais, em grande parte sob o controle dos diferentes ministérios. Os governos estaduais compreendem 47 províncias e 3.200 municípios, cujas operações fiscais (em especial a tributação) são em grande medida controladas pelo governo central.

Os estímulos fiscais, adotados pelo governo japonês durante a década de 1990, encontravam-se sob a forma de orçamentos suplementares²⁶, utilizados para resolver imprevistos durante o ano. Esses pacotes possuíam valores elevados, totalizando ¥ 184,5 trilhões, incluindo garantias de crédito e investimento público. Essas medidas de incentivos tomaram a forma principalmente de investimentos públicos, apoio às pequenas e médias empresas (PME's), e assistências a manutenção do emprego, no lado das despesas.

Em média, as obras públicas representavam cerca de 40% das medidas de estímulos fiscais no Japão, sendo de extrema relevância nos pacotes adotados no início da década 1990. Nelas foram incluídos gastos com a construção de estradas e pontes, inclusive em áreas rurais. Apesar dos efeitos multiplicadores de alguns investimentos públicos serem baixos, estes foram fundamentais para a criação de empregos, durante a recessão. No final da década de 1990, os investimentos públicos foram deslocados para setores mais produtivos da economia, principalmente relacionados à infra-estrutura.

²⁵ Esse assunto será retomado ainda neste capítulo.

²⁶ Exemplos típicos desses acontecimentos imprevistos são as catástrofes naturais.

Outro elemento positivo dos estímulos fiscais foi a expansão das garantias de empréstimos às PME's. Quando a crise de crédito se tornou evidente, no final da década de 1990, o governo lançou um programa especial de garantia de crédito, o qual forneceu cobertura de 100% para os bancos contra perdas. Essas garantias atingiram cerca de ¥ 30 trilhões (6% do PIB), em 2001. Para Muhleisen (2000, p. 110),

Essas medidas tiveram efeitos ainda maiores, pois as pequenas e médias empresas (PME's) tiveram pouco acesso ao crédito bancário, em 1998, e a ampliação das garantias de empréstimos públicos para o financiamento das (PME's), elevou substancialmente o investimento realizado dessas empresas.

Para Matsuura e Hori (2003), embora essas medidas visassem atenuar a restrição do crédito, também podem ter atrasado a reestruturação necessária. Para os autores, havia fortes indícios de que as PME's que utilizaram este programa estavam mais endividadas e, desta forma, enfrentavam um maior risco de *default*.

Os pacotes fiscais do final da década de 1990, dado o forte aumento do desemprego, direcionaram maior apoio ao emprego e para a seguridade social, incluindo apoio a idosos. Além disso, em 1999, foram distribuídos vales de créditos, que totalizaram ¥ 0,7 trilhões às famílias que potencialmente estavam privadas de liquidez²⁷. Consideráveis cortes fiscais também foram implementados pelo governo japonês, entretanto, com resultados mistos. Em 1994, ocorreu um corte nos impostos de renda, no valor de ¥ 5,5 trilhões (1,1% do PIB – Tabela 2).

Tabela 2 – Cortes de impostos e taxa de crescimento do PIB (década 90)

Ano	Imposto de Renda (em trilhões de ienes)		Impostos corporativos	Taxa de crescimento em %
	Permanente	Temporário		PIB (per-capita)
1994		5,5		0,56
1995	3,5	2,0		1,68
1996		2,0		3,26
1997				1,41
1998		4,0	permanente	-1,55
1999		4,0	2,0	-0,51
2000				2,15

Fonte: Ministry of Finance; Cabinet Office e Center for International Comparisons (2009).

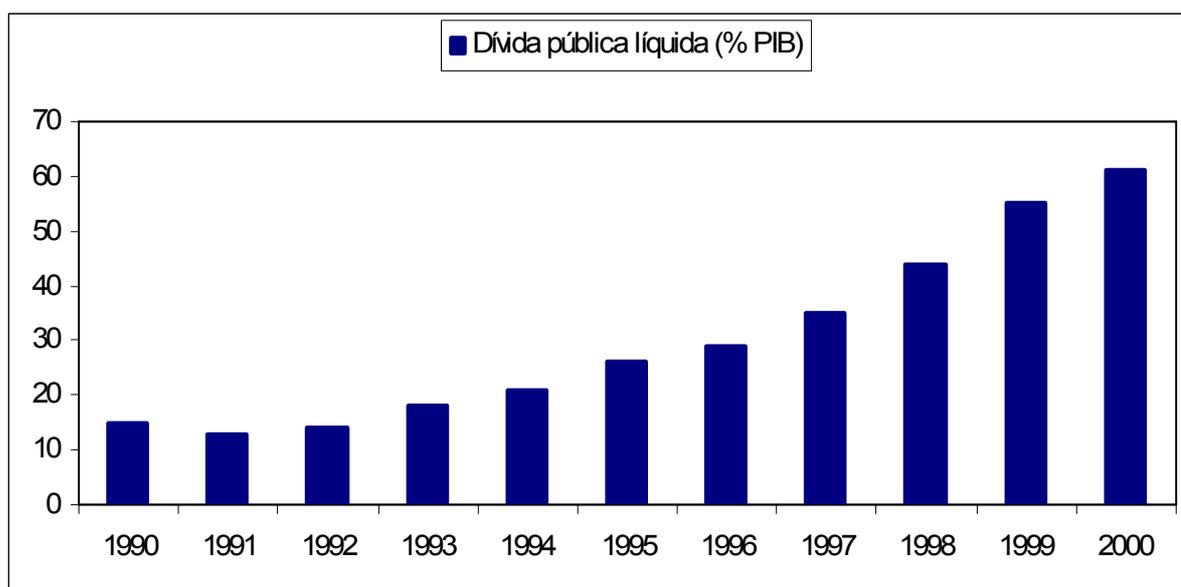
No entanto, em 1997, em resposta ao aumento da dívida pública (Gráfico 9) e ao aumento dos custos fiscais de uma sociedade que passava por um processo de envelhecimento

²⁷ (Kang *et al.* 2009a), argumentam que a impossibilidade de verificar a renda das famílias forçou o governo a procurar *proxies*, tais como a presença de crianças ou idosos.

acelerado, o governo mudou o rumo da política e aumentou os impostos sobre o consumo de 3% para 5%, retirando a temporária redução nos impostos implementada anteriormente, elevando a carga tributária no valor de ¥ 7 trilhões (1,4% do PIB).

Contudo, saliente-se que a demanda havia respondido de forma positiva aos cortes nos impostos, até a política compensatória de 1997. E, como era de se esperar, de fato, após tal reversão nas políticas, ocorreu uma contração econômica, com a taxa de crescimento passando a ser negativa, em 1998 e 1999. Como consequência, o governo novamente mudou o rumo de sua política fiscal e reintroduziu um novo corte no imposto de renda de ¥ 4 trilhões, em 1998, seguido por um novo corte de ¥ 6 trilhões, em 1999, com a redução dos impostos corporativos (Tabela 2).

Gráfico 9 – Contas públicas do Japão



Fonte: Cabinet Office; e IMF Staff calculations.

Como se observa no Gráfico 9, a partir de 1997, há uma explosão da dívida líquida pública²⁸ com relação ao PIB japonês. De fato, as receitas governamentais permanecem com uma média de 31% do PIB, enquanto as despesas totais saltam de 30%, no início da década, para próximas a 38% do PIB, no ano 2000. Os estímulos fiscais adotados pelo governo japonês durante a década de 1990, e o envelhecimento da sociedade japonesa, representando um maior gasto com a seguridade social, em grande medida, explicam essa explosão. Com o

²⁸ É o débito consolidado, uma vez descontados disponibilidades de caixa, aplicações financeiras e outros haveres financeiros.

aumento dos gastos governamentais, um déficit médio de mais de 5% do PIB foi criado, entre 1993 e 2000²⁹.

Desde 1992, o governo japonês embarcou em uma série de pacotes de estímulos fiscais, a fim de elevar o crescimento econômico. A política objetivava impulsionar a demanda doméstica e estimular a economia. Os primeiros estímulos fiscais foram implementados em 1992, seguidos por pacotes adicionais por toda a década, exceto nos anos de 1996 e 2000. Na Tabela 3, são listados os pacotes e orçamentos suplementares. Como pode ser observado, os estímulos fiscais nestes dez anos perfizeram um total de ¥ 146 trilhões. Os dezoito orçamentos suplementares somaram ¥ 38,1 trilhões.

Tabela 3 – Pacotes de estímulos fiscais e orçamentos suplementares (década 90)

Ano		91	92	93	94	95	96	97	98	99	00	Total
Estímulos Fiscais	Nº.	0	1	2	1	2	0	2	1	1	0	10
	¥ Trilhões	0	10,7	19,2	15,3	21,2	0	40,6	24,5	14,9	0	146,4
Orçamentos Suplementares	Nº.	1	1	3	2	3	1	3	2	1	1	18
	¥ Trilhões	0,3	-0,7	5,1	0,4	7,1	1,1	10,3	7,2	4,8	2,7	38,1

Fonte: Cabinet Office, Ministry of Finance.

Considerando que o governo japonês sofreu pressões políticas para não estender os custos com as políticas fiscais, na primeira metade da década de 1990³⁰, uma das medidas mais precisas da postura fiscal pode ser as despesas governamentais totais (consumo agregado do governo e investimento do governo). Os gastos públicos, como uma porcentagem do PIB nominal japonês, tiveram um aumento de 20,9% na média da década de 1980, para 22,7%, em média, na década de 1990, (Werner, 2004). Uma tendência de crescimento positiva, porém com um aumento bastante modesto.

A Tabela 4 mostra a contribuição de algumas contas para o crescimento do PIB. Na média, o gasto governamental contribuiu com mais da metade do crescimento nos anos 90, enquanto só contribuiu com 15%, nos anos oitenta e década dos anos 2000.

²⁹ Nesse período, foi observada uma elevada queda nas receitas fiscais japonesas. Este declínio está associado a uma queda na elasticidade fiscal, durante a década de 1990, e ao baixo crescimento e recessão do período (Muhleisen, 2000).

³⁰ Dado que muitas empresas do setor imobiliário possuíam ligações com a máfia japonesa “Yakuza” e a população rejeitava o uso do dinheiro público para salvar essas empresas (Kawai, 2005, p. 320).

Tabela 4 – Contribuição para o crescimento do PIB na década de 1990

%	PIB nominal	Demanda Privada	Exportações líquidas	Demanda Pública	Consumo governo	Investimento governo + Inventory	Total governo
1991	6,0	4,0	0,8	1,2	0,9	0,3	0,2
1992	2,4	-0,1	0,6	1,9	0,8	1,1	0,79
1993	0,6	-0,8	0,0	1,4	0,6	0,8	2,33
1994	1,0	0,5	-0,2	0,7	0,5	0,2	0,7
1995	1,4	1,4	-0,6	0,6	0,6	-0,0	0,42
1996	2,0	2,0	-0,9	0,9	0,4	0,4	0,45
1997	2,1	1,7	0,7	-0,3	0,3	-0,6	-0,28
1998	-2,1	-2,6	0,7	-0,2	0,2	-0,4	0,19
1999	-1,4	-1,8	-0,2	0,6	0,3	0,3	-0,2
2000	1,1	1,4	-0,1	-0,2	0,5	-0,8	-0,72
Média Anos 90	1,3	0,57	0,08	0,66	0,51	0,13	0,51
Média Anos 80	6,21	4,93	0,31	0,97	0,88	0,09	0,15
Média Anos 2000	-0,46	-0,38	-0,01	-0,07	0,2	-0,27	0,15

Fonte: Cabinet Office, dezembro 2001.

Enquanto a contribuição do governo para o crescimento aumentou, do lado do gasto, as receitas caíram significativamente, pois, com a economia mais fraca, as receitas com os impostos se reduziram. Como resultado, ocorreu um aumento do déficit público, na década de 1990.

Contudo, as medidas de estímulos fiscais durante a década de 1990 não estavam enquadradas dentro de uma estratégia de médio e longo-prazo. Embora a reforma da lei da estrutura fiscal de 1997 objetivasse uma redução nos déficits fiscais no médio prazo, ela foi abandonada um ano após a contração econômica, afinal, entre 1998 e 1999, a taxa de crescimento do PIB nominal foi de -1,2% e -0,8%³¹ (Tabela 4).

Não obstante, apesar dos significativos incentivos fiscais, a economia permaneceu estagnada até o início de 2000. Entre 1993 e 2000, a média de crescimento da economia ficou abaixo de 1% (Tabela 4) e os cortes no imposto de renda durante a década conduziram a um maior déficit fiscal. Neste período, o déficit médio governamental ficou acima de 5% do PIB.

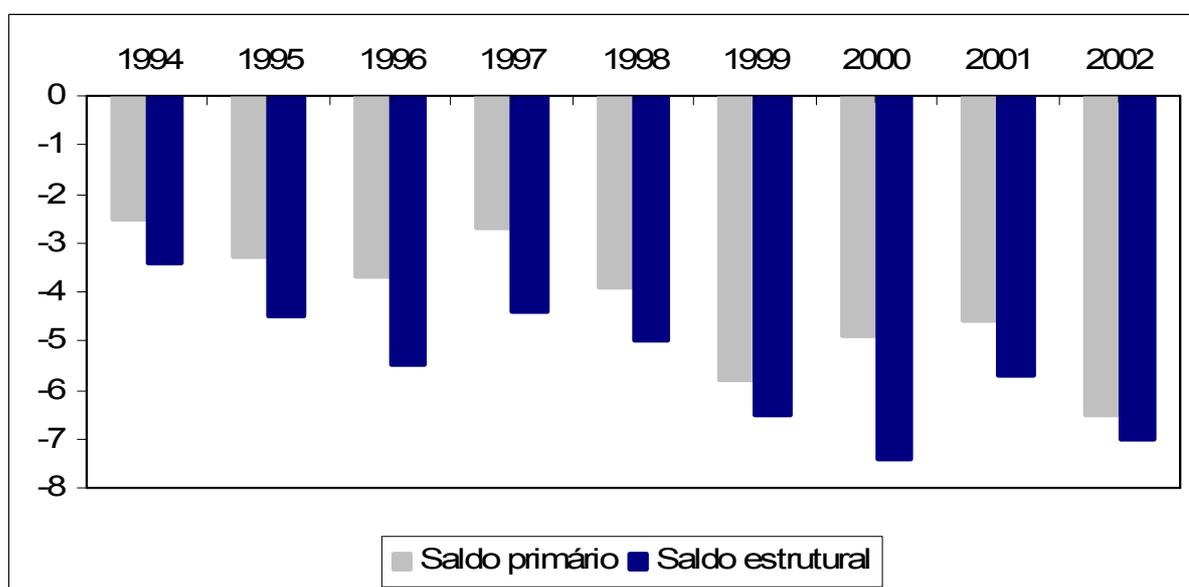
³¹ A meta da lei original era uma redução no déficit geral do governo abaixo de 3% do PIB, até 2003.

Como resultado, a dívida líquida aumentou 60% do PIB em 2000, sendo 45% maior, quando comparado à década anterior.

2.1.1 A efetividade da política fiscal na década de 1990

Enquanto os déficits aparentemente tomaram grandes proporções, os impulsos fiscais correlacionados e seus resultados foram modestos, com o “déficit estrutural” aumentando modestamente, entre 1994 e 1998. O déficit estrutural é o déficit que permanece após a correção das variações cíclicas (do “ciclo de negócios”), quando os níveis gerais dos impostos são baixos para compensar totalmente o nível geral de despesas do governo. Por outro lado, o déficit primário corresponde à diferença entre arrecadação e gastos do governo, sem levar em conta as despesas com os juros da dívida interna pública. Também este último obteve um modesto aumento, até 1998.

Gráfico 10 – Déficit do governo japonês (em porcentagem do PIB)



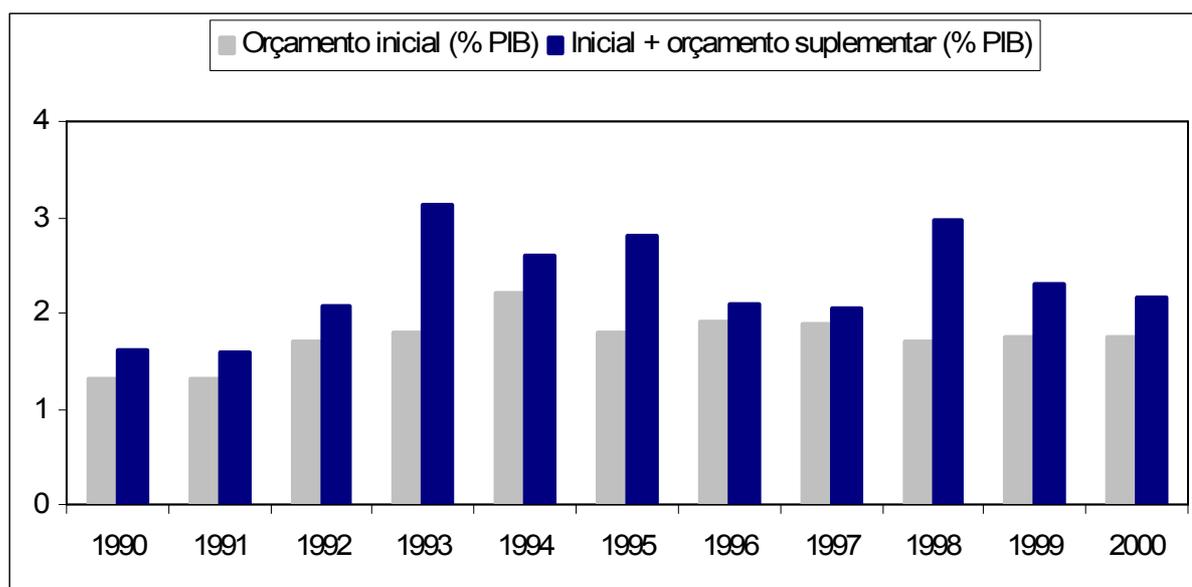
Fonte: FMI, WEO database.

Foi apenas após 1998 que a política fiscal tornou-se, então, verdadeiramente expansionista, com um aumento mais significativo do déficit estrutural. O baixo impulso fiscal pode ser reflexo de vários fatores, dentre os mais listados pela literatura são:

Primeiro, os investimentos públicos efetivos foram menores que os anunciados, dado que o investimento público inicial do governo central e os orçamentos suplementares não aumentaram muito, após a segunda metade dos anos 90 (Gráfico 11). Os impactos

econômicos também podem ter sido limitados pelo grande volume de terras compradas pelo governo, o que tem impacto basicamente nulo sobre a geração de renda, somente com algum resultado sobre o patrimônio dos vendedores dos imóveis e de alguns agentes a eles relacionados (KALRA, 2003). Finalmente, cerca de 15% dos investimentos públicos não foram efetivamente realizados (KANG *et al.* 2009a)³².

Gráfico 11 – Investimento público do governo central¹



Fonte: Sadahiro (2005).

¹Inclui compras de terras.

Em segundo lugar, o limitado impulso fiscal pode ser reflexo da natureza “*stop and go*” dos estímulos realizados, em particular das prematuras reversões fiscais. Quando a economia parecia se recuperar, em 1997, o governo começou a inverter os cortes no imposto de renda e aumentar o imposto sobre o consumo. As quedas nos gastos domésticos acompanharam essas reversões, levando a economia novamente à recessão.

Defensor da eficácia da política fiscal conduzida pelo governo japonês, Ito (2000) destaca que os estímulos fiscais implementados entre 1992 e 1994 tiveram “poucos impactos”, entretanto, isso não pode provar a ineficácia da política fiscal³³:

“Sem nenhum estímulo fiscal, a economia, sem dúvida, teria contraído ainda mais. A economia estava tão fraca que os estímulos fiscais não a colocaram

³² No entanto, os fundos não utilizados transitavam para o orçamento do ano seguinte.

³³ Ito (2000) segue Posen (1998) e sugere, em suas recomendações, mais estímulos na forma de cortes duradouros no imposto de renda e outros incentivos fiscais para estimular investimentos em habitação privada (Ito, 2000, p. 103).

no caminho do crescimento potencial, mas sem nenhuma dúvida, mantiveram as coisas menos piores” (Ito, 2000, p. 102).

Um terceiro fator para a baixa eficácia da política fiscal durante a década de 1990 é que os estímulos fiscais podem ter sido prejudicados pela queda dos multiplicadores fiscais³⁴. Estimativas dos multiplicadores dos gastos fiscais demonstram que estes diminuíram ao longo dos anos. Por exemplo, o *Cabinet Office's* estimou a queda do multiplicador do investimento público para 1,1 em 2004, contra 1,3, em 1991. Outras estimativas (Tabela 5).

Tabela 5 – Multiplicadores fiscais estimados para o Japão

	Multiplicador	Período de estimação
Kalra (2003)	0,40	1981-2000
Bayoumi (2000)	0,65	1981-1998
Murata e Saito (2004)	1,10 ¹	1985-2003
Kuttner e Posen (2002)	2,00	1976-1999

Fonte: Kang et al. (2009a).

¹ Multiplicador do investimento público.

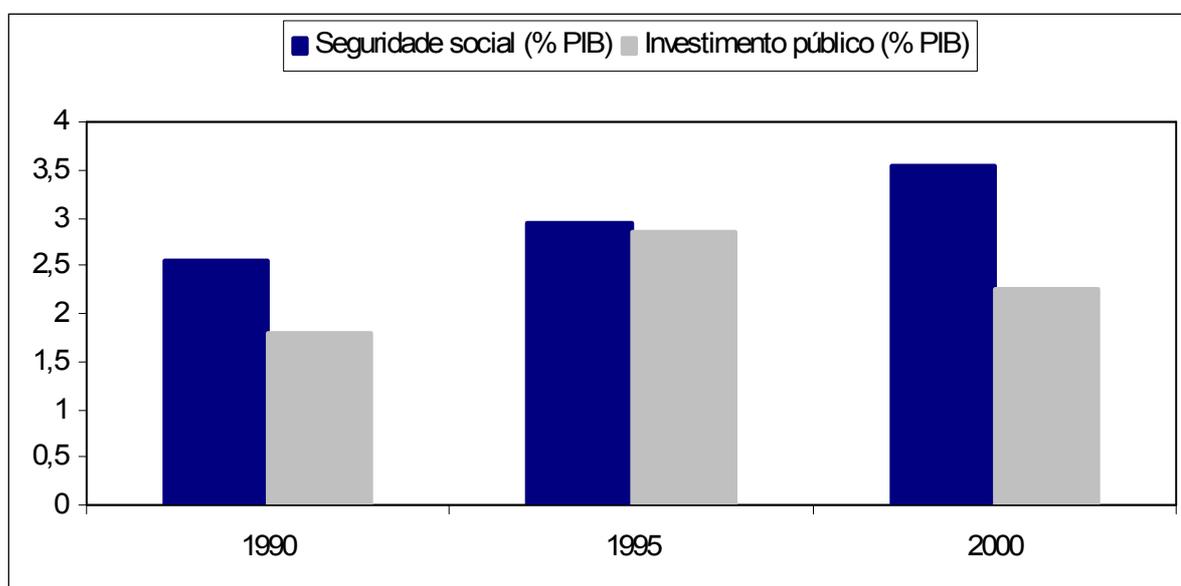
Os possíveis fatores que estão por trás do declínio dos multiplicadores fiscais são:

- A ausência de resposta do setor privado. O consumo privado não respondeu aos estímulos fiscais, porque o setor bancário não foi capaz de desempenhar um papel eficaz na intermediação, dado o fraco balanço dos bancos e os problemas com os maus empréstimos (Kuttner e Posen, 2001; Kang *et al.*, 2009a). Esta interpretação é apoiada por evidências empíricas de uma crise de crédito, durante a década de 1990 (Motonishi e Yoshikawa, 1999). Um número muito grande de empresas estavam endividadas, não se encontrando em condições de aumentar seus gastos. Com efeito, os dados sugerem que os fluxos dos fundos financeiros do setor empresarial, não financeiro, apresentaram uma tendência ascendente até o final dos anos 90. Por exemplo, o excedente financeiro do setor empresarial ficou em 4% do PIB, em 1999 (Kang *et al.*, 2009a).
- A proporção dos gastos do governo com a seguridade social, que normalmente tem um menor peso no multiplicador dos gastos, aumentou de 2,6% do PIB, em 1990, para 3,5% do PIB, em 2000 (Gráfico 12). Isto pode ter limitado o impacto dos multiplicadores fiscais, dado o efeito substituição dos gastos públicos.

³⁴ Jinno e Kaneko (2000); Kuttner e Posen (2001); Kalra (2003); Sadahiro (2005).

- A equivalência ricardiana. Alguns trabalhos têm argumentado que a demanda privada poderia ter sido reprimida pela preocupação com aumento dos impostos no futuro e também pelo rápido aumento da dívida pública (Bayoumi, 2000; Krugman, 1998)³⁵. Mas, para que esta equivalência se verifique, é necessário um conjunto de condições muito restritivas. Por exemplo, se existir uma quebra de cadeia de doações altruístas, se existirem imperfeições no mercado de capitais, se os impostos não forem *lump-sum* (como, aliás, não são, no geral) e se existir crescimento econômico a equivalência não se verificará e a dívida pública terá um efeito riqueza positivo (Feldstein, 1976; Marinheiro, 1996)³⁶.

Gráfico 12 – Gasto do governo japonês



Fonte: Haver Analytics.

Por fim, abandonando os argumentos do declínio dos multiplicadores fiscais e de ineficácia da política fiscal como causas da recessão japonesa, alguns autores apontam para a redução na criação de crédito, que começou em 1992, como o principal fator recessivo, considerando que este problema poderia ter sido resolvido através da política monetária³⁷, até mesmo sem os empréstimos bancários. O BOJ poderia, segundo eles, ter criado uma recuperação de forma significativa através da criação de crédito próprio; não o fazendo, a

³⁵ Krugman (1988), em seu trabalho, *“It’s Baaack! Japan’s Slump and the Return of the Liquidity Trap”*, aplicou o modelo de otimização intertemporal para agentes racionais representativos, para o Japão, e obteve corroboração à sua hipótese de equivalência ricardiana.

³⁶ Essas condições são suficientes para abandonarmos qualquer possibilidade de viabilidade da hipótese da equivalência ricardiana.

³⁷ Assunto da próxima seção.

recessão do Japão da década de 1990 foi resultado das políticas equivocadas do BOJ (Bernanke, 2000; Werner, 2004).

Uma justificativa para o baixo impacto do aumento da dívida pública é que todas as medidas fiscais deveriam ser bem orientadas. Por exemplo, as transferências deveriam ser destinadas às famílias de baixa renda com uma maior propensão marginal a consumir. Por parte dos investimentos públicos, a prioridade deveria ser dada a projetos que são mais propensos a estimular a demanda privada (Spilimbergo *et al.*, 2008), e não, como vimos, alguns gastos em ativos não reprodutíveis e, portanto, não geradores de emprego e renda, como terra.

O momento certo para iniciar e encerrar um estímulo fiscal pode ser um desafio. A experiência japonesa mostrou-se cara quando, em 1997, acreditando na recuperação, as autoridades reverteram a política, retirando os cortes temporários nos impostos de renda e aumentando os impostos sobre o consumo. A economia caiu rapidamente em uma recessão naquele mesmo ano.

Uma forma de maximizar os estímulos fiscais seria através da restauração do crédito do setor bancário. Assim, os estímulos fiscais poderiam ter sido de curta duração, caso o sistema financeiro estivesse em boa saúde. No Japão, as injeções nos bancos “em grande escala” ocorreram apenas em 1999, minimizando a eficácia da política fiscal (Kang *et al.*, 2009a; 2009b).

Uma estratégia de médio e longo prazos para retornar a uma posição fiscal sustentável seria necessária, na fase inicial dos pacotes de incentivos fiscais. Porém, só após a dívida líquida japonesa ter atingido quase 75% do PIB, em 2002, é que o governo japonês anunciou uma meta para alcançar futuramente um saldo primário positivo³⁸, no entanto, a dívida líquida pública atingiu a 110% do PIB em 2009.

Historicamente, a dívida pública japonesa tem tido um financiamento bastante suave. O grande volume de poupança doméstica e a base de investidores institucionais têm sido estáveis, contribuindo para manter constantes os rendimentos dos títulos do governo japonês, apesar do aumento desta dívida. Ademais, como vimos, nos últimos anos o BOJ tem determinado reduzidíssimas taxas de juros, o que faz com que caia o custo financeiro da dívida pública japonesa.

No entanto, o envelhecimento rápido da população japonesa irá representar um maior gasto com a seguridade social, no futuro, o que poderia trazer alguns obstáculos à capacidade

³⁸ Para uma perspectiva do financiamento da dívida pública japonesa, cf. Tokuoka (2010).

de absorção da dívida pública pelo mercado. Para Tokuoka (2010), no curto prazo, esses fatores tendem a persistir, ajudando a manter baixos os rendimentos (e custos) dos títulos do governo, mas, no longo prazo, essa capacidade de absorção da dívida pública pelo mercado, provavelmente irá diminuir, segundo ele, à medida em que o envelhecimento da população reduzir a poupança. É claro que, de um ponto de vista pós-keynesiano, esta afirmativa quanto aos potenciais efeitos de uma futura redução da poupança não faz maior sentido, a não ser como “taxa de poupança”, determinada totalmente pela taxa de investimento (participação do investimento no PIB), que a ela se iguala (Keynes, 1936).

De uma forma geral, o governo japonês implantou inúmeros pacotes de estímulos fiscais, quinze no total, entre 1990 e 2008, para diluir os impactos da crise financeira e frear a desaceleração do crescimento. Os principais destinos desses estímulos (cerca de 28% do PIB japonês), foram:

- Obras públicas e projetos de infra-estruturas sociais, incluindo a aquisição de terras (14,2% do PIB de 2000);
- Garantias de crédito e aumento das linhas de crédito aos bancos para empréstimos a pequenas e médias empresas e para o setor habitacional (8,5% do PIB).
- Assistência ao emprego e transferência de renda (2,1% do PIB); e
- Cortes de impostos (3,5% do PIB).

Entre 1990 e 2008, os projetos de obras públicas e a aquisição de terras constituíam o principal componente dos pacotes de estímulos fiscais na primeira parte da década. Os estímulos foram introduzidos através dos orçamentos suplementares no nível de ambos os governos, central e local. Uma grande parte dos programas de obras públicas foi financiada pelos governos locais no início dos anos 90. O investimento público também se afastou das obras públicas na segunda metade da década de 90 para os outros setores, como o de ciência e tecnologia e educação. Da mesma forma, a compra de terras pelo governo, que constituía uma parte importante dos pacotes de estímulos na primeira metade da década e depois abandonados devido à baixa produtividade.

2.2 Política monetária do Banco do Japão (BOJ)

Com a evolução da crise na economia japonesa, o BOJ enfrentou um conjunto de novos desafios. Após alguns atrasos, a condução da política monetária foi gradualmente

flexibilizada, ao longo dos anos 90, porém os impactos dessa flexibilização foram atenuados, em grande medida, pelas deficiências do setor bancário. A partir da impossibilidade de reduzir as taxas nominais de juros abaixo de zero, o BOJ tomou algumas medidas inovadoras, a partir de 2001, centradas em uma estratégia para garantir a liquidez e ampliar as garantias nas compras diretas de ativos. Uma *quantitative easing policy*³⁹, perseguindo uma política de taxa nominal quase zero de juros foi implantada. No entanto, durante quase todo esse período, a política monetária pareceu estar, segundo alguns analistas, “correndo sobre uma esteira”, com a demanda por créditos fraca, e quanto mais as políticas monetárias eram estendidas, menor era a resposta; a economia parecia ser inelástica às medidas.

Com a diminuição do crescimento econômico, as pressões deflacionárias tornaram-se mais danosas; dessa forma, o principal objetivo do BOJ passou a ser evitar a deflação, pelo que esta tem de danoso à rentabilidade prospectiva dos investimentos (eficácia marginal do capital – Keynes, 1936).

As primeiras respostas do BOJ à crise se deram através de ferramentas padrão de política monetária, ou seja, de sucessivas reduções da taxa de juros, com o BOJ reduzindo gradualmente a taxa de juros, de meados de 1991, até estabilizá-la, em 1996, em 0,5 por cento ao ano e, em fevereiro de 1999, anunciando “formalmente para o mercado” a mudança (radicalização) de sua política para uma de juros nominais praticamente nulos. De fato, em 2001, alcançou-se uma taxa de juros de 0,02% ao ano, a qual foi elevada, ao final de 2006, para próximo a 0,5% ao ano. O BOJ objetivava com essa medida estimular a retomada do nível de atividade, criando condições para que a demanda interna fosse aquecida. E a atividade econômica e inflação responderam de forma positiva, juntamente com os empréstimos bancários⁴⁰.

Em 1997, com o colapso de algumas das principais instituições financeiras do país, tornou-se evidente a grave crise do setor bancário. O ambiente macroeconômico deteriorou-se significativamente, com a economia tornando-se menos líquida⁴¹. Isto demandou ações mais incisivas para facilitar as condições de crédito, embora as ferramentas de política monetária encontrassem-se limitadas, com as taxas básicas de juros próximas a zero e os rendimentos dos títulos públicos de longo prazo abaixo de 2% ao ano. Apesar deste quadro, havia uma grande necessidade de mudança na condução da política monetária.

³⁹ O termo “*quantitative easing*” é usado para descrever a política centrada na compra de títulos do governo japonês, por parte do BOJ.

⁴⁰ Como mostram os gráficos do capítulo 1, principalmente o Gráfico 7, da produção industrial japonesa.

⁴¹ Entre 1997 e 2006, as taxas de crescimentos de empréstimos dos bancos japoneses tornaram-se negativas. Esse assunto será retomado na próxima seção.

A primeira delas ocorreu no ambiente institucional, com a aprovação da independência “formal” do Banco Central Japonês (BOJ) em relação ao governo. Ademais, a fim de dar suporte à liquidez e substituir o frágil mercado interbancário, o BOJ flexibilizou seus instrumentos básicos de política monetária⁴², criando outros canais de crédito. Os principais focos dessas medidas foram: (1) aumentar o número de colaterais aceitáveis, incluindo títulos privados, empréstimos em ações, *asset-backed commercial paper* (ABCP) e outras formas de *asset-backed securities* (ABS); (2) proporcionar liquidez em prazos maiores, estendendo a maturidade das *bill purchases* e títulos do governo japonês (JGB), com o acordo de recompra passando de seis meses para um ano; (3) aumentar o número de contrapartidas, operações de reposição, para as compras dos (JGB) e *commercial papers*. Como resultado dessas políticas, houve um inchaço no balanço do BOJ, mas com aumento da liquidez como um todo da economia japonesa, inclusive, como visto, a partir da troca de ativos menos “saudáveis” por esta nova liquidez.

Bernanke (1999)⁴³, ao destacar a mudança na condução da política monetária durante o período da bolha especulativa, afirma que ela causou uma reversão de expectativas quanto à rentabilidade esperada dos investimentos, decorrente da maior exposição ao risco de inadimplência a que os bancos haviam se sujeitado, como consequência do aumento da concorrência no setor. Esse processo implicou, posteriormente, em uma queda nos preços dos ativos, fazendo com que o ciclo de empréstimos cessasse e, como resultado da queda do valor das garantias de empréstimos, principalmente das terras, o sistema bancário, como é usual, encurtou os empréstimos.

A compressão das taxas de juros da economia para zero, paradoxalmente, fez com que as margens de lucro do setor bancário caíssem, devido à queda da rentabilidade esperada dos novos empréstimos, mesmo com esta queda nos custos dos novos passivos. Estes novos empréstimos deixaram, então, de ser rentáveis, prospectivamente, ademais tornando-se praticamente impossível para os bancos japoneses, por conta própria, retirar de seus balanços os empréstimos problemáticos. Em muitos países com os mesmos problemas de “crédito podre”, as margens entre as taxas de depósitos e as taxas de empréstimos sofreram

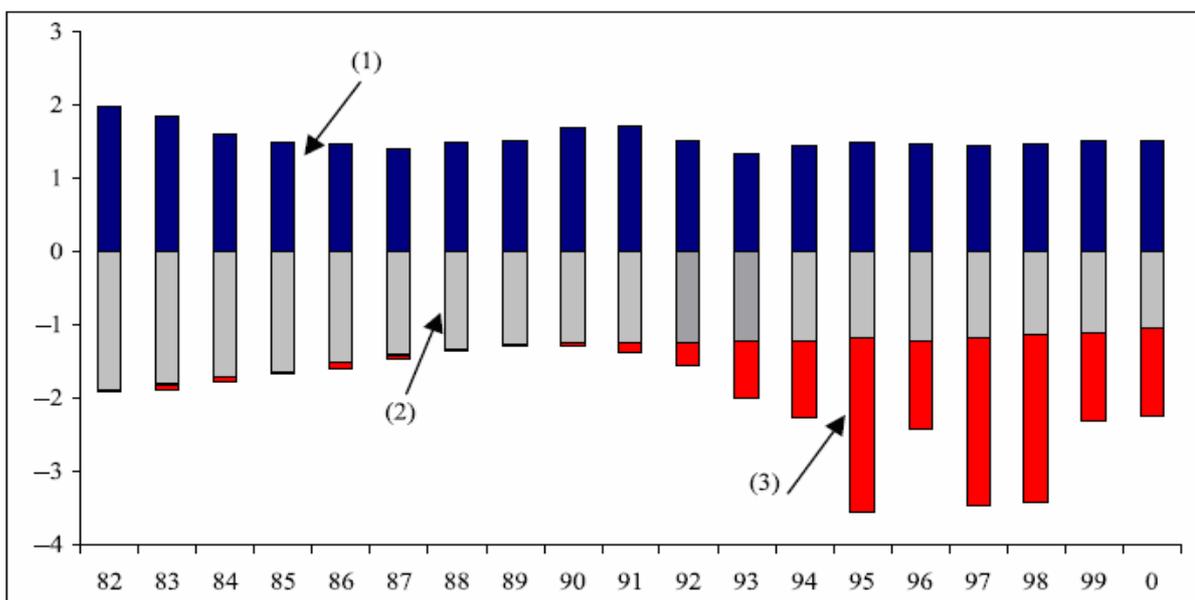
⁴² Os instrumentos básicos são: emissão de papel-moeda; depósito compulsório (percentual sobre os depósitos que os bancos comerciais devem reter junto ao Banco Central); compra e venda de títulos da dívida pública; redescontos (empréstimos do Banco Central aos bancos comerciais) e regulamentação sobre crédito e taxas de juros.

⁴³ Bernanke foi um dos principais críticos da condução da política monetária japonesa, antes e após os estouros das bolhas especulativas nos mercados acionário e imobiliário. Porém cabe reafirmar que as falhas apontadas pelo autor, na crise japonesa, foram, paradoxalmente, em boa medida repetidas em sua condução da política monetária recente, i.e., desde 2006, como presidente do Federal Reserve.

acréscimos; com isso, os bancos , através de novos empréstimos, foram capazes de se recuperarem gradualmente das perdas com os empréstimos ruins, com o passar do tempo (Goyal e McKinnon, 2003).

Na economia japonesa, no entanto, esse diferencial é baixo e tem dificultado os bancos com problemas de *no-performing loans* a obterem lucros, os quais poderiam ser utilizados na recuperação de seus capitais. Para Goyal e Mckinnon (2003), esta é uma das causas para a queda no crédito bancário para o setor privado, ao menos durante a década de 90.

Gráfico 13 – Margem de juros sobre empréstimos, despesas e custos de crédito dos bancos japoneses (em percentual)



Fonte: Goyal e Mckinnon (2003).

Notas: (1) margem de juros sobre empréstimos = rendimento sobre empréstimos – taxa média de juros sobre os passivos dos bancos.

(2) relação de despesas = gasto geral e administrativo/ saldo dos ganhos com juros dos ativos.

(3) custo do crédito realizado = eliminação dos *no-performing loans*/ saldo médio de empréstimos.

Quando os custos com a eliminação dos *no-performing loans* são levados em conta, a margem de juros sobre os empréstimos bancários (1) sofre uma ligeira queda, a partir de 1993, enquanto a relação de despesas (2) é mantida razoavelmente estável, desde 1990, durante toda a década de 90, e os custos dos créditos realizados (3) aumentam significativamente. De uma forma geral, há um declínio na lucratividade, que passa a ser, conseqüentemente, negativa, ao menos quando se consideram os empréstimos *no-performing*, entre os empréstimos mais antigos.

Em março de 2001, com a implantação da política de *quantitative easing*,⁴⁴ o instrumento de política foi alterado, com o BOJ elevando o volume de reservas do setor bancário, através de operações de mercado aberto e compras de títulos do governo diretamente do mercado secundário. Tratava-se de uma expansão da base monetária, mesmo quando a taxa básica de juros não podia ser abaixada, seja através de operações de mercado aberto sobre a dívida pública, seja por meio de compras de títulos de longo prazo (ou ações).

Para Kregel (2009), uma versão convencional da armadilha da liquidez⁴⁵ levou autores como Krugman e Bernanke a proporem ao Banco do Japão realizar uma política de expansão de reservas, conhecida como “*quantitative easing*”, a fim de tentar produzir inflação ou, pelo menos, aumentar a expectativa inflacionária de forma suficiente para produzir taxas reais de juros negativas.

Bernanke (2000) afirmou que essa política, se realizada por um período longo o suficiente, conduziria inevitavelmente, por uma questão de lógica econômica (convencional), a um aumento dos empréstimos e aumento dos preços. O argumento geral de que as autoridades monetárias podem aumentar a demanda agregada e, então, os preços, mesmo se a taxa de juros nominal for zero, é o seguinte: a moeda, ao contrário de outras formas de dívida pública, paga taxa zero de juros e tem maturidade infinita. As autoridades monetárias podem emitir tanta moeda quanto quiserem. Assim, se o nível de preços for verdadeiramente independente da emissão de moeda, as autoridades monetárias e os vários agentes poderiam usar a moeda criada para adquirir quantidades indeterminadas de bens e ativos, devido à substitutibilidade, inclusive desejada, entre moeda e outros ativos. Portanto, a emissão de moeda deveria, em última análise, aumentar o nível de preços, mesmo com as taxas de juros nominais em seu limite, ou seja, em zero.

A meta inicial das compras foi fixada em cerca de ¥ 5 trilhões, com o objetivo de empurrar a taxa do *overnight*⁴⁶ para zero, sendo aumentada uma série de vezes para próximo de ¥ 35 trilhões, até 2004. Todavia, ao contrário das expectativas dos economistas do *mainstream economics*, o crescimento dos empréstimos bancários permaneceu negativo.

O BOJ também reforçou seu compromisso com a *quantitative easing*, através de sua estratégia de comunicação, deixando cada vez mais claro que sua postura expansionista seria

⁴⁴ Ver Fujiki, Okina, e Shiratsuka (2001); Ito e Mishkin (2004); Kang *et al.* (2009a; 2009b); Shirakawa (2002) e Ueda (2005).

⁴⁵ Assunto do Capítulo 3.

⁴⁶ A título de exemplo, no caso brasileiro, a taxa overnight do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (SELIC), expressa na forma anual, é a taxa média ponderada pelo volume das operações de financiamento por um dia, lastreadas em títulos públicos federais e realizadas neste SELIC, na forma de operações compromissadas. É divulgada pelo Comitê de Política Monetária (Copom).

mantida até o fim da deflação⁴⁷. Essa postura ajudou na administração das expectativas dos agentes do mercado sobre a trajetória da taxa de juros, ou seja, sobre a duração e o efeito das políticas. Em outubro de 2003, o BOJ esclareceu seus objetivos e anunciou duas condições necessárias para o fim da *quantitative easing*: a primeira era que o índice de preço ao consumidor (IPC) se tornasse positivo, por alguns meses, e a segunda que as expectativas do IPC, da maioria dos membros do conselho de política monetária, fossem também positivas.

Adicionalmente, uma maior coordenação com a política fiscal esteve também presente, com o BOJ aumentando gradualmente as suas compras de JGBs de longo prazo, de ¥ 400 bilhões para ¥ 1,2 trilhões por mês, com essas compras sendo, no geral, vistas pelo mercado como um curativo sobre os rendimentos de longo prazo (Kang *et al.*, 2009a), ao sinalizar para taxas baixas de juros igualmente para prazos mais longos.

Com o passar do tempo, os ativos que poderiam ser comprados pelo BOJ sob a *quantitative easing* foram expandidos, incluindo, como vimos, *commercial paper*, títulos corporativos, ações e *asset-backed securities*⁴⁸. A política de *quantitative easing* elevou o balanço do BOJ de ¥ 91 trilhões, em 1998, para cerca de ¥ 155 trilhões, em 2006.

Paralelamente a tais ações, o BOJ tomou medidas inovadoras, a fim de enfrentar a escassez de capital dos bancos, pois, com cerca de 150 por cento de seu capital (*Tier 1*)⁴⁹ limitados, a capacidade de estender crédito e assumir novos riscos foi reduzida. Para ajudar a reduzir a exposição dos bancos no mercado, o BOJ introduziu um programa, em 2002, para a compra de *equities*, reduzindo de A para BBB a exigência mínima para aceitação de bônus corporativos como garantias indiretas ou diretamente dos bancos a preço de mercado. Além disso, tais operações para estabilizar o setor bancário, reforçaram o preço dos ativos e o canal de política monetária, ajudando a atividade econômica através do efeito riqueza. Durante 2002 e 2004, as compras de ações realizadas pelo BOJ atingiram ¥ 2,1 trilhões, representando cerca de 6% das participações no total do capital dos bancos. Apesar de significativa, a quantidade foi pequena em comparação com as participações do BOJ na compra dos JGBs, de ¥ 65 trilhões (Kang *et al.*, 2009a; 2009b).

O BOJ também recorreu a medidas não convencionais para apoiar os empréstimos ao setor privado. Em 1998, ajudou as empresas com dificuldades com os seus financiamentos que venceriam no final daquele ano, estabelecendo um mecanismo temporário de empréstimo,

⁴⁷ A economia japonesa, entretanto, manteve-se deflacionária, quase continuamente, de 1999 a 2006.

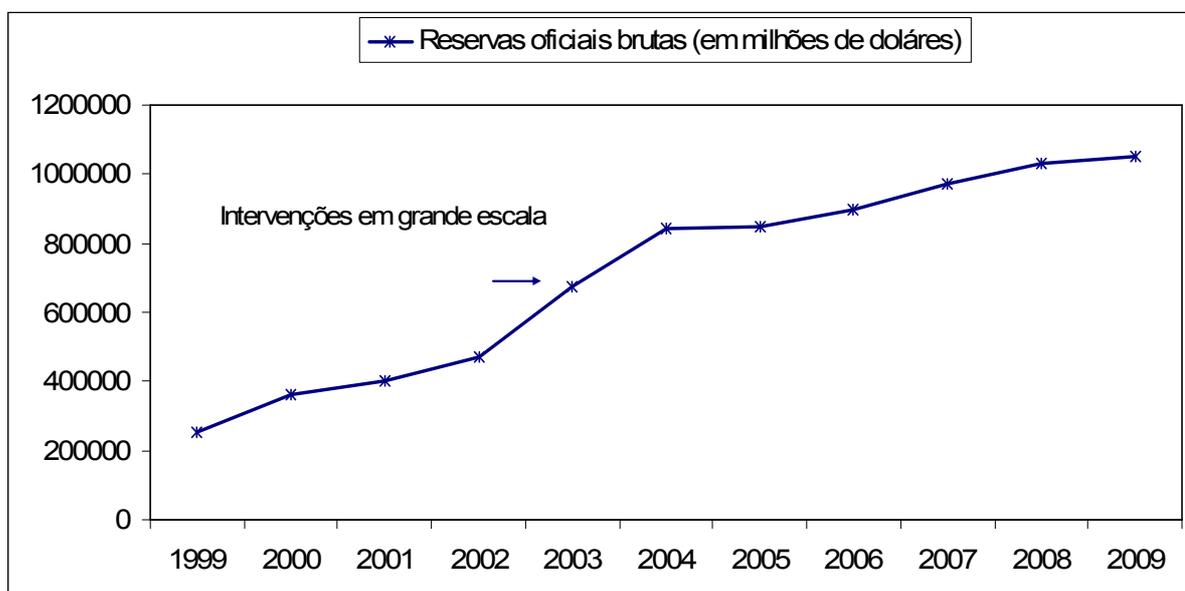
⁴⁸ Para Kang *et al.* (2009a; 2009b), os valores reais dessas operações foram, contudo, relativamente limitados.

⁴⁹ A relação de capital dos grandes bancos refere-se à Tier 1, que é a relação de capital essencial, quando comparada ao total de ativos. É a principal medida de solidez financeira de um banco. Esse assunto será retomado na próxima seção.

o qual facilitava o refinanciamento de 50% dos aumentos dos empréstimos concedidos pelas instituições financeiras, durante o quarto trimestre de 1998. Em 2003, o BOJ iniciou um programa de apoio às pequenas e médias empresas (PME's), através de compras de *commercial papers* (ABCP) e *Asset Backed Security* (ABS) lastreados em empréstimos às PME's, avaliados como BB (a exigência mínima de aceitação) ou superior.

Além disso, em 2003 e início de 2004, o Ministério das Finanças (MOF) empreendeu intervenções cambiais em grande escala, estabilizando o iene em um período de baixa do dólar⁵⁰. As quantias foram elevadas, com as autoridades monetárias vendendo ¥ 20 trilhões, em 2003, e ¥ 15 trilhões, no primeiro trimestre de 2004. Essa agressiva intervenção cambial, principalmente em 2003 e 2004 (Gráfico 14), auxiliava na proteção da política monetária contra choques externos, mas não alcançou a depreciação esperada do iene: em 2003, \$ 1= ¥ 115,93; em 2004 \$ 1= ¥ 108,19, e em 2005 \$ 1= ¥ 110,21. Porém, como se pode perceber, foi inegável a estabilização do câmbio, no período.

Gráfico 14 – Reservas cambiais do Japão



Fonte: FMI, WEO database.

A *quantitative easing* não freou imediatamente a deflação e também não conduziu a uma expansão no crédito bancário, como era esperado, refletindo, em parte, a falta de ânimo dos bancos em ofertar crédito e a tímida demanda por crédito, por parte das empresas, em um período de elevadas pressões de desalavancagem. Estes flagelos impediram a eficiência

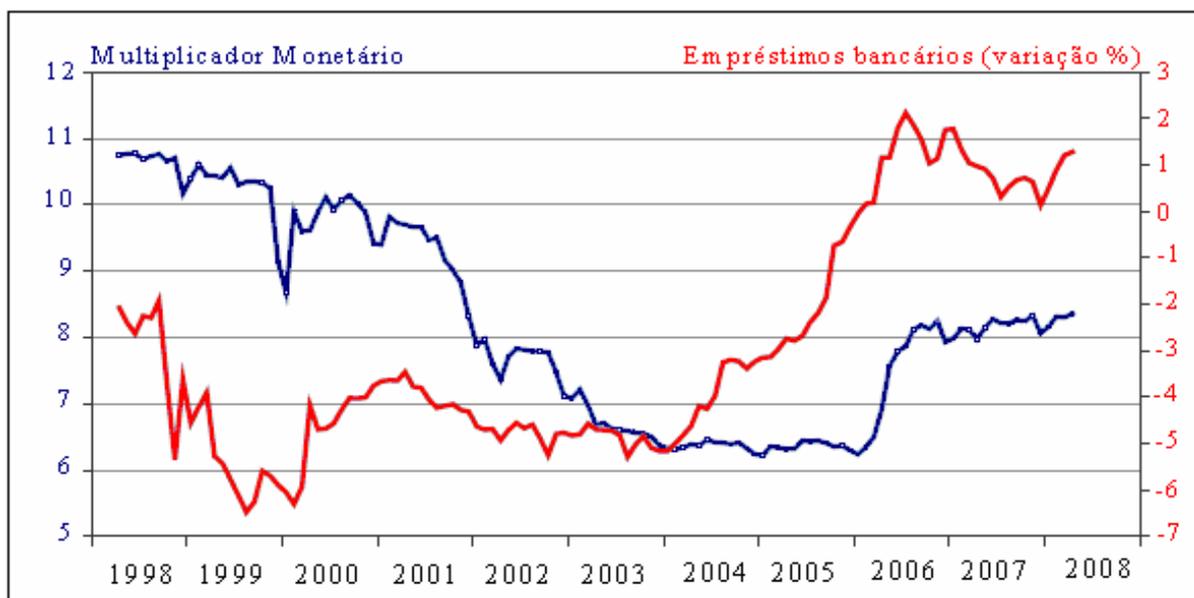
⁵⁰ Estas operações podem ter contribuído para melhorar a taxa de câmbio e evitar um aperto indevido nas condições creditícias (UEDA 2005).

esperada destas políticas, ou seja, obstaram a efetividade normal da política monetária (Gráfico 15)⁵¹.

Para Ito e Mishkin (2004), mesmo com todo o empenho, o BOJ não conseguiu acabar com a deflação, pois os agentes criaram expectativas de que, mesmo quando exercia uma política monetária expansiva, aquele Banco não tardaria a revertê-la. Assim, não seria uma surpresa que a *quantitative easing* não funcionasse. Na verdade, a economia japonesa encontrava-se basicamente deflacionária, de forma contínua, durante quase toda a década de 2000.

Um ponto positivo para o BOJ foi a capacidade de abandonar a *quantitative easing* de forma relativamente suave, através de uma comunicação transparente. Após as taxas de crescimento tornarem-se positivas, em 2001, e com o fim da deflação, em 2005, as condições estabelecidas para acabar com *quantitative easing* foram atendidas. Assim, em março de 2006, o BOJ direcionou sua política monetária para um quadro mais normal, indicando que diminuiria a liquidez do sistema, mantendo as taxas de juros, não obstante, efetivamente em zero, até que os excessos de reservas caíssem.

Gráfico 15 – Os Agregados Monetários Japoneses



Fonte: Kang e Syed (2009).

Nota: Dados de abril 1998–abril 2008.

Multiplicador monetário = $(M2 + CD) / \text{Base monetária}$; $M2 = M1 + \text{depósitos especiais remunerados} + \text{depósitos de poupança} + \text{títulos emitidos por instituições depositárias}$; C = Moeda em circulação, D = Depósitos à vista nos bancos comerciais, sendo CD a razão entre C e D.

⁵¹ Sobre o multiplicador monetário ver Lopes e Vasconcellos (2000, p. 60 a 64) e Simonsen e Cysne (1995, p. 40 a 46).

2.2.1 A efetividade da política monetária na década de 1990

As respostas à política monetária conduzida pelo BOJ, durando os anos 90, provaram-se fracas, quando se avalia a evolução econômica, dado o declínio nos preços e produção. Por isso, o debate sobre a forma como o BOJ poderia prevenir a ocorrência de deflações sucessivas na economia japonesa tomou corpo, nos últimos anos. Muitos acadêmicos e formuladores de políticas, incluindo vários do Federal Reserve Board, argumentam que as ações tomadas foram tardias, pelo menos em retrospecto, para evitar a deflação. As principais críticas foram para as medidas não-convencionais, salientando que o canal de transmissão das políticas monetárias não se mostrou claro⁵².

A necessidade de elaboração de novos procedimentos operacionais, para um ambiente de taxa de juros zero, pode ter sido um fator restritivo. No período em que a *quantitative easing policy* foi implantada, os preços já estavam em uma trajetória descendente e com os rendimentos realizados e prospectivos de longo prazo deslocados para níveis muito baixos, ademais, o prematuro aperto da política fiscal e a ausência de uma melhor coordenação entre estas políticas podem ter prejudicado a eficácia da política monetária.

As incertezas quanto aos potenciais benefícios e custos das medidas não convencionais de política monetária se mostraram maiores do que o usual, então, pois é mais difícil para qualquer Banco Central, incluindo o BOJ, explicar como essas medidas funcionariam, comparando com as ferramentas convencionais, tais como cortes nas taxas de juros. Por outro lado, a estratégia adotada de comunicação transparente e objetiva pode ter ajudado na formação das expectativas inflacionárias e a melhorar a credibilidade do BOJ, evitando, segundo alguns autores, um aumento da inflação, após a recuperação. Não se deve esquecer também que o conjunto de medidas convencionais de política monetária já havia sido todo utilizado pelo BOJ, sem maiores resultados.

As políticas de taxas de juros zero e *quantitative easing* produziram, assim, custos elevados, mas sem apresentar uma solução definitiva. As ações não convencionais de política monetária causaram efeitos colaterais negativos, pressionando o lucro do setor bancário, comprimindo o crédito e reduzindo os incentivos para a reestruturação. Por exemplo, a ampla liquidez e as baixas taxas de juros podem atrasar o reconhecimento dos empréstimos problemáticos e afetar a reorganização do mercado financeiro, tornando mais fácil para os devedores insolventes maquiarem suas verdadeiras situações, mantendo-se regulares nos seus

⁵² Alguns estudos empíricos baseados na equação de Taylor sugerem que a política monetária foi fraca para responder à evolução da deflação, nos anos 90. Veja, por exemplo, Bernanke e Gertler (1999); Jinushi, Kuroki e Miyao (2000); McCallum (2003) e Taylor (2001).

pagamentos de juros. E o achatamento da curva de rendimentos também tornou mais árdua a tarefa para o setor bancário de aumentar sua rentabilidade e crescer, contornando os problemas dos *no-performing loans* (Kang *et al.*, 2009a; 2009b).

No Japão, os declínios acentuados dos preços das terras e das ações deixaram as empresas tecnicamente insolventes, o valor dos ativos caiu enquanto os passivos permaneceram inalterados, deixando o patrimônio líquido negativo. No setor bancário, o principal efeito foi o descasamento entre o valor dos empréstimos e o valor das garantias dadas aos bancos sob a forma de ativos imobiliários. Nesse contexto, a reversão das expectativas tornou inviável uma série de projetos de investimentos, em sua grande maioria financiados com recursos captados junto aos bancos. Os empréstimos tornavam-se impagáveis ao mesmo tempo em que o valor das garantias ofertadas sob a forma de ativos imobiliários correspondia, agora, a uma fração cada vez menor dos montantes tomados como empréstimos.

Essas empresas teriam, então, deixado o setor bancário japonês inteiro em insolvência e continuavam em funcionamento sem serem forçadas a reestruturar as suas obrigações, o objetivo era manter o fluxo de caixa e refinanciar as dívidas a juros cada vez mais baixos. Assim, os créditos novos não foram estimulados, mesmo em taxas de juros zero, explicado pela baixa demanda (devedores insolventes) e pela necessidade de reestruturação do setor bancário, dado as perdas com os *no-performing loans*⁵³.

O objetivo da política de taxa zero de juros e da *quantitative easing*, de 1999, era forçar uma ampliação dos empréstimos bancários por meio de aumentos maciços nas reservas do setor bancário. Para a frustração do BOJ e de alguns economistas americanos que apoiaram a política, os bancos japoneses simplesmente aumentaram suas reservas, sem qualquer expansão nos seus empréstimos (KREGEL, 2009).

2.3 Fragilidade do setor bancário japonês e políticas

Um dos enigmas sobre o Japão é porque as políticas fiscais e monetárias implementadas não foram suficientes para combater o longo período de estagnação. Por exemplo, o BOJ baixou as taxas de juros de forma bastante agressiva por aproximadamente duas décadas, a partir dos anos 90, mas sem o sucesso previsto, ao menos pelos economistas do *mainstream*.

⁵³ A relação estreita entre os bancos e empresas com alto volume de participação acionária cruzada, então, perde a sua força com a abertura financeira, com o colapso das bolhas especulativas e com a crise bancária de 1997.

Assim, a crise japonesa foi resolvida, mas não antes de uma “década perdida” e de uma deflação prolongada, devido aos atrasos em reconhecer os problemas com os empréstimos bancários e, provavelmente, à timidez no uso mais agressivo de políticas fiscais. Isto agravou a crise financeira, adiando uma recuperação sustentada (Kang *et al.*, 2009a; 2009b).

Não há dúvidas que um sistema bancário sólido seja um pré-requisito para o desenvolvimento econômico de um país. Os empréstimos às empresas podem ser obtidos através de dois canais: via mercado de capitais ou através dos bancos. Nas economias modernas, estes dois canais são complementares. Mas o papel dos bancos é claramente central.

O baixo crescimento resultante da crise bancária pode ser atribuído a uma série de fatores, ou a uma combinação deles: o estouro de uma bolha especulativa no mercado financeiro, que deixa os bancos em dificuldades e, simultaneamente, causa uma redução da riqueza dos agentes econômicos, afetando o consumo privado e, a partir deste, neste caso, implicando também em efeitos sobre os investimentos.

Os problemas do setor bancário japonês podem ser interpretados como o surgimento de efeitos derivados da relação entre o sistema financeiro japonês e o internacional, magnificados a partir da desregulamentação e das inovações tecnológicas (Hoshi e Kashyap, 1999).

Para Krugman (1998), a economia japonesa passou por um grande problema com os *no-performing loans*; esses empréstimos ruins foram, em parte, um legado da bolha especulativa da década de 1980, cujos efeitos deletérios foram reforçados por um subsequente e baixo crescimento econômico⁵⁴. Com a intensificação da crise, suas raízes se tornaram mais claras, e o governo japonês passou a direcionar suas políticas ao sistema financeiro. A estratégia foi centrada na reestruturação dos bancos. O objetivo foi forçá-los a reconhecer os empréstimos não realizáveis (*no-performing loans*) e erguer novamente capital ou, em alguns casos, demandar fundos públicos ou, ainda, sair do setor. As perdas bancárias foram muito maiores do que o imaginado (mais de US\$ 1 trilhão), sendo que aproximadamente ¥ 47 trilhões de fundos públicos foram necessários para eliminar estes *no-performing* e recapitalizar os bancos. Assim, o reforço da supervisão e um uso mais criterioso dos fundos públicos, aliados a uma boa estrutura para regeneração dos ativos problemáticos, ajudaram a

⁵⁴ Entretanto, para Krugman, a grande causa da década perdida foi a “armadilha da liquidez”, pela qual passou a economia japonesa, nos anos 90. Retomaremos este assunto no capítulo 3.

restaurar a saúde do sistema financeiro⁵⁵ e apoiar a recuperação econômica sustentada (Kang *et al.*, 2009a).

A partir de 1991, o governo japonês embarcou em uma série de tentativas para resolver os problemas no setor bancário (Quadro 1). Várias empresas imobiliárias especializadas em empréstimos (*Torjusen*) e as cooperativas de crédito apresentavam dificuldades e o governo, através dos bancos privados, reforçou a concessão de empréstimos, concedendo maior liquidez a estas empresas. Entretanto, com a queda contínua nos preços dos imóveis, as perdas com os empréstimos elevaram-se. Em 1995, cerca de 75% dos empréstimos das *Torjusen* tornaram-se *no-performing*, o que forçou o governo a liquidar as *Torjusen* falidas e criar uma empresa pública para administrar os ativos ruins (Hoshi e Kashyap, 1999; 2001). Um dos principais efeitos da queda dos preços dos ativos sobre o setor bancário foi o descasamento entre o valor dos empréstimos e o valor das garantias dadas aos bancos, sob a forma dos ativos imobiliários. Os empréstimos tornavam-se, conseqüentemente, impagáveis, ao mesmo tempo em que o valor das garantias, sob a forma de ativos imobiliários, passava a corresponder a uma fração cada vez menor dos montantes tomados como empréstimos.

A experiência de crises bancárias anteriores indica que a natureza, velocidade e ordem de implementação de políticas pelo poder público pode determinar a magnitude e o custo da crise. Percebe-se, então, que é necessário realizar as seguintes tarefas: primeiro, recapitalizar o setor bancário; segundo, revigorar a atividade econômica através de medidas fiscais adequadas (Morjon *et al.*, 2008). No Japão, a tendência inicial foi de inércia e a falta de entendimento sobre o tamanho do problema que a morosidade de atuação levaria ao sistema⁵⁶, assim como a crença de que a recuperação econômica viria “naturalmente”, com o passar do tempo. Também a resistência pública à ajuda aos bancos, juntamente com as deficiências do sistema de seguro de depósitos e a ausência de um quadro jurídico para a resolução de uma crise bancária de grande escala, podem ter limitado a capacidade de ação das autoridades (Kanaya e Woo, 2000).

Dessa forma, os empréstimos problemáticos foram autorizados a apodrecer, com os custos dos financiamentos para os bancos japoneses elevando-se cada vez mais (o prêmio Japão), na metade da década de 1990, tornando-se ainda mais difícil para os bancos japoneses recuperarem-se desse problema (Gráficos 16 e 17).

⁵⁵ Ver também Horiuchi (1999), Ueda (2000), Cargill e Ito (2000) e Kashyap (2002).

⁵⁶ Em parte repetida, a partir de setembro de 2008, nos EUA.

Quadro 1 – As principais reformas financeiras no Japão (1996–2003)

1996: O “Big Bang”. Remoção dos obstáculos legais que separavam a propriedade dos bancos da de outras instituições financeiras: os bancos de crédito, empresas de valores mobiliários e companhias de seguros; remoção da proibição de participação nas *holding companies*, também permitindo a criação de grupos financeiros. Rede de segurança reforçada, incluindo um temporário seguro de depósito global.

1998: Reforma da lei bancária. *Prompt corrective action* (PCA), os procedimentos estabelecidos: Fiscalização financeira, feita através da Financial Reconstruction Commission (FRC) para supervisionar a recuperação do setor financeiro e o melhorar. Inspeção elaborada e publicada, destinada a promover empréstimos mais eficazes. Securities and Exchange Surveillance Commission (SESC) passando do Ministério das Finanças (MF) para a Agência de Supervisão Financeira.

A lei estabeleceu um Banco Central do Japão (BOJ) independente. O BOJ passou a ter o direito de examinar as instituições financeiras explicitamente confirmadas com problemas de *no-performing loans*.

1999: Reforma da lei de insolvência sob a lei de Restauração Civil. Regime de divulgação reforçado. Os bancos foram obrigados a divulgar mais informações sobre a qualidade dos seus ativos e ganhos/perdas em suas propriedades de *securities*. Criação da Resolution and Collection Corporation (RCC), para cobrar empréstimos ruins (*no-performing loans*) de empresas mobiliárias falidas, bancos e cooperativas de créditos.

2000: Segurança reforçada. Nova lei de seguro de depósitos que aumentava a rede de segurança para estes, incluindo uma nova estrutura para gerenciamento de crises. Procedimentos: *Prompt corrective action* (PCA) reforçada. Introdução de reformas contábeis, com o uso obrigatório dos valores dos títulos a preço de mercado. Renomeação da Agência de Supervisão Financeira para Agência de Serviços Financeiros (FSA).

2001: A FSA assume as funções da FRC. Cria-se um Ministério de Serviços Financeiros. Accounting Standards Board do Japão criada para implementar as normas contábeis japonesas, deixando-as similares às internacionais. Inspeções da FSA sendo mais realistas, com provisionamentos para perdas com empréstimos.

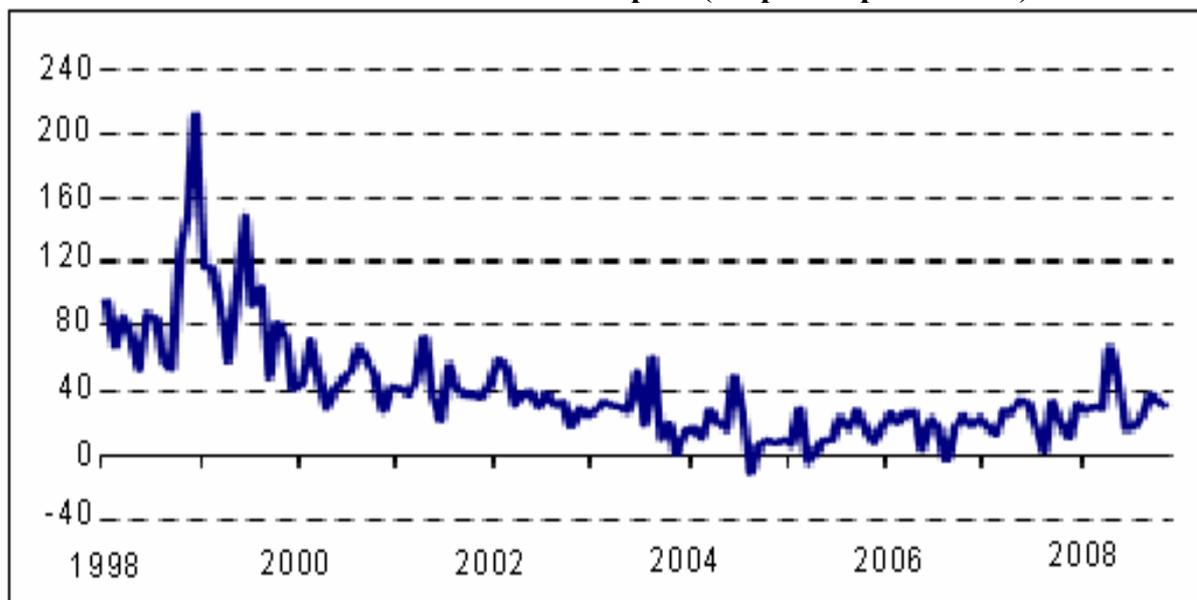
2002: Seguros de depósitos retirados, seguros de grandes depósitos a prazo também retirados. O governo e o BOJ estabeleceram esquemas para a compra de participações de capitais dos bancos. No Programa de Reestruturação Financeira, os elementos chaves incluíam: (1) classificação dos principais bancos de empréstimos e provisionamento; (2) introdução de fluxo de caixa de desconto (DCF), metodologia para a provisão de empréstimos a grandes mutuários; (3) classificação de empréstimos para os grandes mutuários, por bancos; (4) divulgação de grandes diferenças entre as avaliações da FSA e dos próprios bancos, sobre a quantidade de *no-performing loans*, no balanço dos bancos; (5) auditoria externa da relação de adequação de capital, começando pelo ano fiscal de 2003.

2003: Industrial Revitalization Corporation of Japan (IRCJ), criada para promover a reestruturação das empresas. Mais inspeções direcionando os bancos para a obtenção de capital externo, além da criação de empresas para as avaliações de ativos, frequentemente em conjunto com os investidores internacionais.

Fonte: IMF (2003)

Assim, a demora em reconhecer perdas, comprovou-se cara à economia japonesa, pois o resultado foi mais de uma década perdida sem crescimento e com aumento da dívida pública.

Gráfico 16 – O Prêmio Japão¹ (em pontos percentuais)



Fonte: Kang *et al.* (2009a).

1: média de três meses

A partir de 1999, inclui os Bancos Tokyo, Fuji e Norinchukin.

O prêmio Japão é a taxa de juros cobrada por empréstimos interbancários pelos bancos ocidentais aos bancos japoneses⁵⁷. Reflete as expectativas dos bancos estrangeiros quanto ao risco de inadimplência dos bancos japoneses. Como pode ser observado, a partir de 1998, no Gráfico 14, depois de 1995, quando explodem os problemas das *Torjusen*, e de 1997, com a crise asiática⁵⁸, os custos dos empréstimos aos bancos japoneses elevam-se até o início de 2000.

As perdas bancárias com os *no-performing loans* mudaram, de uma quantidade insignificante, em 1993, para aproximadamente 20% do PIB japonês, de 2005 a 2008 (Katz, 2009), quando parecem ter se estabilizado em seu nível máximo (Gráfico 17).

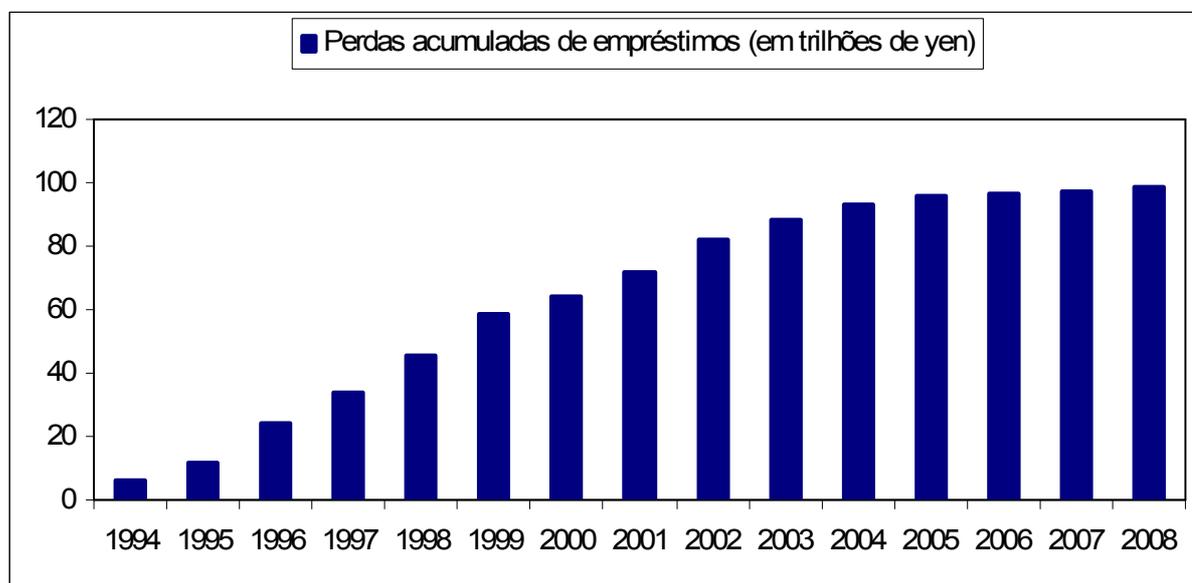
De uma forma geral, portanto, a fragilidade do sistema financeiro, aliada ao longo cenário macroeconômico difícil, não possibilitou uma reestruturação rápida das instituições financeiras. A inadimplência ampliou-se ainda mais, pela redução dos fluxos de renda das empresas, as quais, em muitos casos, passam a não suprir o serviço de suas dívidas, vale

⁵⁷ Para entender a definição do cálculo, cf. Ito e Harada (2000).

⁵⁸ Cerca de 30% dos estoques de empréstimos externos dos bancos japoneses, em 1997, encontravam-se em países do Sudeste da Ásia.

dizer, as empresas se viram em posições especulativas ou mesmo Ponzi, em termos minskyanos (Minsky, 1986).

Gráfico – 17 Perdas acumuladas de empréstimos dos bancos japoneses desde 1992



Fonte: Haver Analytics.

Outro fator agravante foi que as carteiras de empréstimos se tornaram ainda mais ilíquidas, pois com a desvalorização das ações e das terras, as garantias (colaterais) oferecidas perderam valor. E, em condições críticas, os riscos provenientes destas carteiras podiam rapidamente se transformar de risco de liquidez para risco de solvência (Zendron, 2006).

Com o aumento das tensões no mercado financeiro, em 1997, o BOJ foi obrigado a intervir para estabilizar o sistema. Falências sucessivas de vários bancos e títulos imobiliários paralisados no mercado exigiram medidas de emergência, a partir da metade da década de 1990. O BOJ assumiu o seu papel de emprestador de liquidez de última instância e apoiou o mercado interbancário, com injeção direta de capital em bancos falidos e também através da *Deposit Insurance Corporation (DIC)*⁵⁹, comprando ativos bancários.

Estas medidas não foram suficientes, entretanto, com as tensões intensificando-se e levando o BOJ e o Ministério das Finanças (MOF), em novembro de 1997, a anunciarem uma garantia geral sobre todos os depósitos e operações interbancárias, a fim de proteger o setor. As intervenções do BOJ ajudaram a estabilizar o mercado de crédito, porém não resolveram o

⁵⁹ Em 1997, o BOJ injetou US\$ 35 bilhões, como emprestador de última instância, e US\$ 74 bilhões, em empréstimos, à *Deposit Insurance Corporation (DIC)*, para a recapitalização dos bancos. Em 2001 o total de créditos perdidos (incobráveis) foi estimado em US\$ 900 bilhões. Ver Nakaso (2001), para as primeiras respostas políticas à crise.

problema da escassez de capital dos bancos. A partir de 1998, o nível de capital dos bancos permanecia limitado, com a volatilidade e nível da taxa de juros de curto prazo reduzidos e os *spreads* dos bancos japoneses muito baixos, ou seja, a capacidade de estender crédito novo ou assumir os riscos dos bancos também declinava, aumentando as preocupações com o *credit crunch*. A frágil regulamentação sobre a concessão de novos empréstimos também reduziu o incentivo dos acionistas para tomarem medidas saneadoras, seja através de novos empréstimos ou da retirada dos *no-performing loans* dos balanços dos bancos. Para resolver esse impasse, o BOJ e outras instituições incentivaram o governo japonês a injetar fundos públicos, como meio de liberar as restrições de capital dos bancos e revitalizar o canal de crédito.

Há algumas razões para o atraso na elaboração e implementação de ações decisivas. Dentre elas, a abordagem inicial adotada entre 1991 e 1997 foi baseada na expectativa de que uma retomada do crescimento econômico viria e devolveria a saúde financeira aos bancos e às empresas envolvidas com os *no-performing loans*. Era esperada, também, a recuperação dos preços das terras e sua trajetória de crescimento. O colapso nos preços dos ativos do final dos anos 80 foi o primeiro na história japonesa pós-guerra, o que levou à demora em reconhecer a situação como uma bolha especulativa. Até o estouro da bolha especulativa havia uma forte convicção do chamado “mito da terra”, ou seja, os preços das terras nunca iriam declinar.

Então, por que o governo japonês não comprou toda a dívida quando veio à tona a crise bancária de 1997, livrando empresas e bancos dela? Pois, a política inicial adotada pelo Ministério das Finanças (MOF) se destinava a proteger os bancos com dificuldade através da tolerância e outras formas de apoio, enquanto ganhava tempo na esperança da retomada do crescimento econômico e dos preços dos ativos. No entanto, com a falência do banco *Toho Sogo* em 1991 e as falências de pequenas instituições financeiras entre 1994 e 1995. Em 1995 e 1996 o governo injetou fundos públicos nas *Torjusen*. Esta política foi duramente criticada na câmara e politicamente impopular. A impopularidade das intervenções nas *Torjusen* desanimou o MOF a utilizar os fundos públicos nos balanços dos bancos. O governo, no primeiro momento, se esforçou para conter as dificuldades emergentes do setor bancário sem o uso de fundos públicos, o sistema de seguro de depósito foi reforçado em 1996, com garantia geral sobre os depósitos bancários em boa parte desse período, até 2005. E realizou política fiscal através da redução nos tributos, medida menos impopular, porém de menor resultado, e assim, auxiliando na resolução dos problemas patrimoniais das empresas e bancos. De certa forma, demonstrando a força política que o *Keiretsu* possuía sobre o Ministério das Finanças.

As primeiras tentativas de recapitalização pública emergiram, contudo, com algumas condições. Um comitê para a administração da crise financeira foi criado, a fim de identificar os bancos com escassez de capital e os montantes a serem injetados. Foram definidas as condições às quais os reguladores deveriam aplicar ações corretivas, com a tolerância regulatória estreitando-se. Nesse novo cenário, a injeção de fundos públicos aconteceu em três fases: em fevereiro de 1998, o governo lançou ¥ 30 trilhões em fundos públicos, dos quais ¥ 13 trilhões (cerca de 2,5% do PIB) foi para injeção de capital em bancos solventes, com o restante rumando para a proteção dos depósitos dos bancos falidos. Mas esses pacotes não foram suficientes, pois apenas, ¥ 1,8 trilhão foi injetado em 21 grandes bancos, entretanto, sem um minucioso exame ou limpeza dos balanços dos bancos.

O mercado continuou a deteriorar-se, assim, em outubro de 1998, os valores dos fundos públicos destinados a reforçar o setor bancário foram dobrados para ¥ 60 trilhões (12% do PIB), dos quais ¥ 25 trilhões foram reservados para os bancos solventes e o restante para resolver o problema dos depósitos dos bancos falidos. Esta estratégia foi complementar às anteriores, porém no que diz respeito à regulamentação e ao exame dos *no-performing loans* nos balanços dos bancos, foram tomadas medidas mais rigorosas, concentrando-se em quatro elementos-chave:

- Garantir a avaliação realista dos ativos podres. A estratégia começou com a inspeção especial da Agência de Serviços Financeiros (FSA), concentrando-se nos grandes devedores, grandes bancos e, posteriormente, nos bancos regionais. Os resultados confirmaram que a autoavaliação feita pelos bancos, sobre a qualidade dos seus ativos, foi otimista, e que os empréstimos inadimplentes foram subestimados. A partir de 2002, as normas prudenciais foram reforçadas, com a introdução da contabilidade *mark-to-market*, com uma classificação mais rigorosa dos empréstimos e provisionamento para as perdas com empréstimos. A introdução da metodologia do fluxo de caixa descontado para avaliar os empréstimos, e a verificação cruzada de classificação de empréstimos entre os principais credores, ajudaram a melhorar o provisionamento e aumentar os incentivos dos bancos para a reestruturação.
- Acelerar a eliminação dos *no-performing loans*. Com o *Program for Financial Revival*, os grandes bancos foram obrigados a acelerar a eliminação da inadimplência de seus balanços, dentro de dois a três anos, e vendê-los diretamente no mercado, prosseguindo com os processos de falência ou reabilitando os mutuários através de medidas sem a necessidade de se recorrer a tribunais (*out-of-court*). Os restantes dos empréstimos foram vendidos à Resolution and Collection Corporation (RCC). Em

contraste com a ineficácia da armazenagem dos maus empréstimos feitos pelas *Torjusen*, no início da década de 1990, a RCC e os bancos procuraram, desta vez, a reestruturação dos ativos vencidos.

- Melhorar os capitais dos bancos. Aproximadamente ¥ 12,5 trilhões dos fundos públicos (incluindo as injeções passadas) foram utilizados para recapitalizar os grandes bancos (exceto o Grupo Financeiro Mitsubishi Tokyo) e os bancos regionais, principalmente através da aquisição de ações preferenciais ou dívida subordinada (não cobertas por garantias reais ou flutuantes). Nos estágios mais avançados, em troca dos fundos públicos, os bancos foram obrigados a comunicar o capital dos acionistas existentes em seus balanços, substituir a gerência sênior, e apresentar um plano de recuperação, o qual deveria ser revisado periodicamente pela FSA. Os bancos foram obrigados a empreender reformas consistentes com as orientações do Acordo de Basileia⁶⁰, com a nomeação de diretores externos e estabelecendo uma comissão de auditoria mais rígida.
- Controle reforçado. Em 1998, a FSA foi criada (mais tarde renomeada para Agência de Serviços Financeiros), consolidando a supervisão do Ministério das Finanças (MOF) e outras agências governamentais, em uma única entidade. Uma nova lei também foi aprovada, autorizando a FSA a prescrever regras prudenciais e aplicar medidas corretivas imediatas, quando as regras fossem violadas ou quando as instituições eram vistas como perigosas ou instáveis.

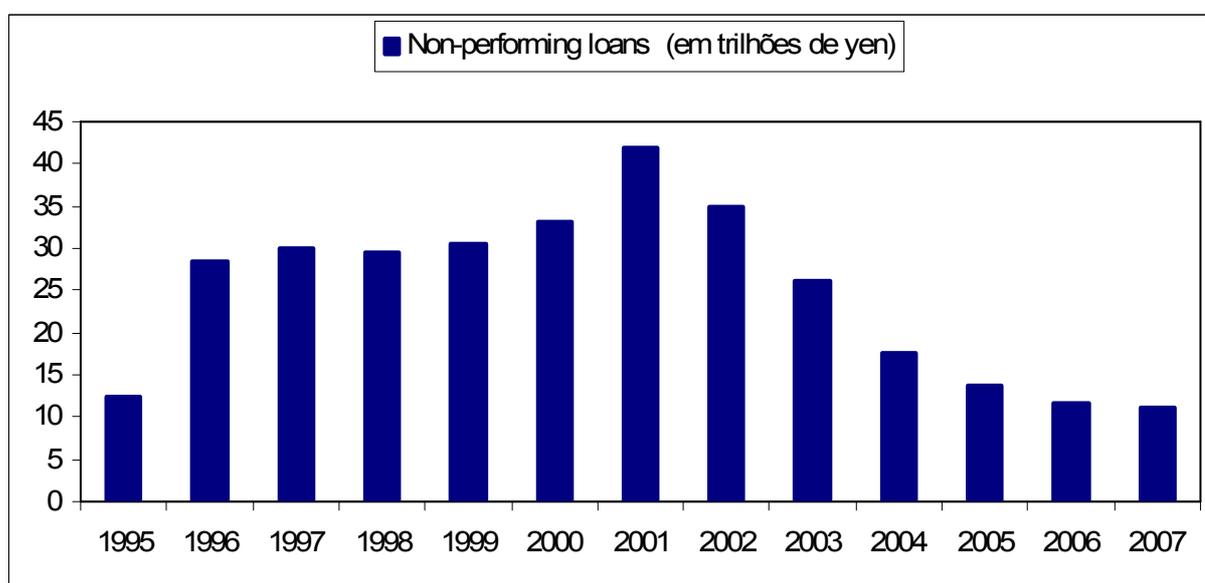
Ao mesmo tempo, o governo tomou medidas para facilitar a reestruturação dos mutuários em dificuldades. Em 2003, o governo oficializou a Industrial Revitalization Corporation of Japan (IRCJ) para a aquisição de empréstimos de bancos com dificuldades (até próximo a ¥ 1 trilhão) e a ajuda aos devedores na reestruturação. Para apoiar o setor privado, levando-o a uma reestruturação, o governo também reforçou o sistema de insolvência (introdução de uma forma mais rápida e eficiente, via “Civil Rehabilitation Law”), introduzindo orientações aos órgãos corporativos para uma solução amigável fora dos tribunais, e atualizando o quadro de contabilidade e auditoria. Estas medidas ajudaram a criar um mercado para a reestruturação dos ativos ruins, atraindo capital privado e perícias, inclusive do exterior.

⁶⁰ Nesse período, a maior parte dos bancos japoneses continuava fora dos critérios de adequação de capital do Acordo de Basileia, o que gerava preocupações do mercado sobre a qualidade e capacidade de adequação de capital dos bancos, para absorver possíveis perdas adicionais (Tonooka, 2004).

Por fim, o governo japonês injetou recursos públicos, aproximando-os da quantia de ¥ 47 trilhões (algo em torno de 10% do PIB de 2002) a fim de recapitalizar o setor bancário e eliminar os empréstimos problemáticos. Em 2003, os preços das ações dos bancos começaram a se recuperar, com a inadimplência apresentando uma tendência de queda, em comparação com os empréstimos totais (Gráfico 18), e também com a relação de capital dos bancos crescendo (Gráfico 19).

Vale dizer, dez anos após o início da crise, o setor bancário sofreu significativa consolidação, com diversos bancos de grande porte e muitas instituições menores fechando ou se fundindo.

Gráfico 18 – *Non-Performing Loans* (Administração de Empréstimos de Risco)



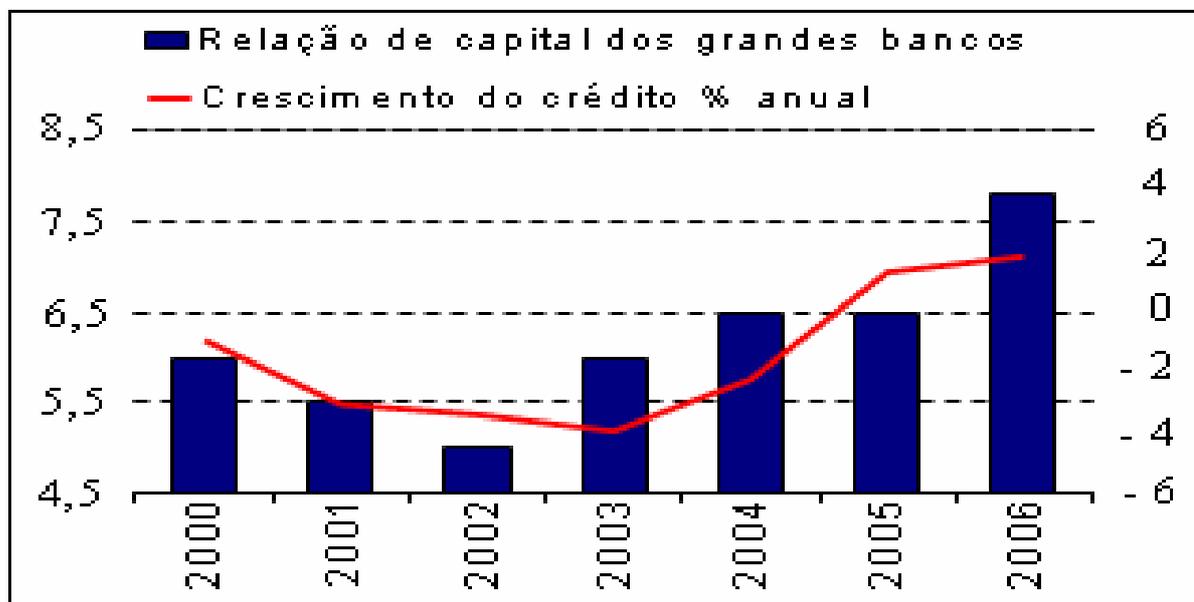
Fonte: Hoshi e Kashyap (2008).

Até o primeiro semestre de 2009, quase 75% dos fundos públicos (¥ 12,5 trilhões) injetados na economia foram reembolsados e a expectativa é de que 80% do total dos fundos sejam recuperados. De fato, essas medidas restauraram a confiança no setor bancário (Gráfico 19).

Por muitos anos, práticas contábeis duvidosas e fraca regulamentação mascararam o problema da morosidade e dos limitados incentivos às medidas corretivas. Em parte, como vimos, isto refletia a falta de compreensão do problema dos *no-performing loans* e a esperança que a recuperação viria naturalmente, sem grandes intervenções. A demora em reconhecer os problemas provou-se dispendiosa, não apenas ou principalmente em termos dos contribuintes, com os fundos públicos injetados na economia, mas por atrasar a recuperação e

a retomada do crescimento econômico e aumentar a incerteza sobre a saúde dos balanços dos bancos.

Gráfico 19 – Relação de capital e empréstimos bancários (em percentual)



Fonte: Kang *et al.* (2009b).

Antes de reconhecer os *no-performing loans* e elevar o provisionamento, o mais adequado seria reconhecer a escassez de capital e ajudar no processo de reestruturação.

A relação de capital dos grandes bancos (Gráfico 19), refere-se a Tier 1, que é a relação de capital essencial ao total de ativos. É a principal medida de solidez financeira de um banco, seja do ponto de vista do regulador (BOJ) ou dos agentes. Consiste basicamente de ações ordinárias e reservas, mas também pode conter ações preferenciais. Essa relação apresentou, a partir de 2003, uma trajetória ascendente, com o empréstimo bancário aumentando conjuntamente, evidenciando-se a melhora, após a série de medidas governamentais.

Quando o período analisado dos empréstimos bancários é estendido, percebe-se o quanto a queda dos empréstimos dos bancos japoneses foi significativa e consistente, perdurando por mais de uma década (1996-2006). Os empréstimos pararam de crescer nos primeiros anos da década perdida, para depois, apresentarem variação anual negativa, acentuada entre 1998 a 2006 (Gráfico 20)⁶¹.

⁶¹ No período de 1992 a 2008, os empréstimos bancários japoneses em relação ao PIB nominal caíram para próximo a 30%. Ver Katz (2009).

De acordo com Ito (2003), o governo japonês deveria promover medidas regulatórias que solucionassem os problemas dos créditos podres em sua fase inicial. Deste modo, segundo ele, a crise bancária poderia não ter ocorrido. O problema do aquecimento dos investimentos no setor imobiliário e o problema dos *no-performing loans* no setor bancário e não bancário se tornaram evidentes em 1992. O fiasco das injeções de dinheiro público no *housing loan system*, em 1995, não causou os objetivos esperados: limpar o setor bancário, tirando os créditos podres dos balanços dos bancos. Ito ainda destaca que o problema da bolha especulativa teria sido muito mais fácil de lidar com a anulação dos *no-performing loans*, em troca dos fundos injetados em 1995. Assim o problema teria sido resolvido em sua raiz.

Quando um setor bancário está falido, os multiplicadores monetários deixam de funcionar. A eficácia das políticas monetária e fiscal é comprometida. A restauração do sistema de crédito torna-se prioritária⁶². No caso japonês, significava enfrentar os problemas dos *no-performing loans*.

Gráfico – 20 Bancos japoneses (os empréstimos tornaram-se negativos)



Fonte: Katz (2009).

Ao discutir o assunto dos bancos japoneses, Katz (2009, p. 3) argumenta sobre falhas sistêmicas do setor bancário e sobre o excesso de poupança na economia japonesa:

No Japão, o excesso de poupança (principalmente no setor empresarial, ao invés das famílias) era um problema crônico, alimentando a bolha da década de 1980. Mas, o que fez com que o excesso de poupança fosse tão

⁶² Esse assunto será retomado na próxima seção.

inflacionário foi a falha sistêmica do setor bancário. As garantias dos empréstimos bancários eram baseadas em lastros de créditos muito fracos e as taxas de juros não estavam correlacionadas ao risco dos empréstimos.

Nessa perspectiva, de um setor bancário frágil e um sistema regulador brando, os bancos comerciais continuaram emprestando às empresas “zumbis”⁶³, as quais não tinham condições de cumprir com seus acordos financeiros, estando, então, tecnicamente falidas, uma prática que contribuiu para aumentar o volume dos *no-performing loans*. Esta má distribuição dos créditos ocorreu em resposta aos incentivos que vieram de políticas governamentais pouco transparentes e acomodáticas (Peek, 2004). Todo esse processo resultou em desperdícios e aumento da dívida pública. No mínimo, uma intervenção mais precoce, reconhecendo o problema com os empréstimos e aumentando de forma adequada o provisionamento, teria ajudado a identificar a escassez de capital e iniciado o processo de reestruturação mais rápido (Kang *et al.*, 2009a).

A provisão de liquidez, portanto, ajudou a evitar uma imediata crise sistêmica, mas não pôde resolver adequadamente os problemas fundamentais de um setor bancário descapitalizado. No Japão, a excepcional liquidez foi necessária para estabilizar o sistema, mas sem as medidas de acompanhamento para reconhecer as perdas e as instituições que passavam por escassez de capital, sua eficácia foi diminuída, ao longo do tempo.

Com o passar dos anos, os fundos públicos que foram aplicados em instituições descapitalizadas e as medidas adotadas para eliminar os *no-performing loans* finalmente revelaram-se eficazes, entretanto, com todos os problemas já descritos, causados pela morosidade de atuação. A injeção de fundos públicos em instituições viáveis, juntamente com as fusões e fechamentos das instituições inviáveis, ajudou a recuperar o crédito e fortalecer a relação de capital, mas só após o reconhecimento dos *no-performing loans* e quando todas as instituições envolvidas procuraram limpar seus balanços em busca da reestruturação, com o apoio e acompanhamento da FSA, sob um plano de recuperação acordado. Os fundos públicos ajudaram a promover a necessária consolidação financeira, com vários grandes bancos e muitas instituições pequenas fechadas ou fundidas.

Uma administração centralizada dos ativos ajudou a acelerar a limpeza dos balanços dos bancos. As compras e vendas pelo governo dos *no-performing loans*, através da RCC e da IRCJ, facilitaram a reestruturação do mercado, aumentando as informações sobre os preços, resolvendo as disputas por créditos e proporcionando melhores prestações de conta e clareza

⁶³ Para uma análise empírica das empresas “Zumbis”, ver Caballero, Hoshi and Kashyap (2008).

jurídica⁶⁴. Também foi permitido aos bancos o aumento de novos empréstimos e a reestruturações de suas operações de negócios. Com a recuperação dos preços dos ativos, as intervenções acabaram custando muito menos ao contribuinte, quando comparado com os preços originais de aquisição destes mesmos ativos pelo setor público; na verdade, a Industrial Revitalization Corporation of Japan (IRCJ)⁶⁵ ainda conseguiu gerar um pequeno lucro, com a compra de ativos de instituições falidas, antes de encerrar suas funções em 2007.

De uma forma geral, até março de 2007, a DICJ havia injetado na economia US\$ 399 bilhões, dos quais US\$ 159 bilhões na forma de subsídios, US\$ 83 bilhões na compra de ativos (compra de ativos de empresas falidas e ações de bancos sob a administração pública), US\$ 106 bilhões em injeções de capitais e outras assistências de US\$ 51 bilhões, em sua grande maioria empréstimos (Tabela 6).

As concessões foram financiadas por US\$ 110 bilhões, sob a forma de títulos emitidos pela DICJ e de prêmios de seguro de depósito. Da compra de ativos, a DICJ recuperou US\$ 79 bilhões dos US\$ 83 bilhões injetados. Na compra de ativos de instituições falidas, a DICJ obteve um lucro de US\$ 6 bilhões, ao passo que, no tocante às ações compradas, de US\$ 25 bilhões apenas US\$ 14 bilhões foram recuperados.

A injeção de capital de US\$ 106 bilhões, mencionada acima, foi concedida sob a forma de pacotes emergenciais de resgates, incluindo a subscrição de ações preferenciais e comuns, compras de títulos subordinados e empréstimos subordinados. A DICJ injetou capital em 25 bancos diferentes. Em março de 2007, US\$ 31,3 bilhões desses ativos ainda pertenciam à DICJ, sob a forma ações preferenciais, ações ordinárias e empréstimos subordinados.

Os US\$ 51 bilhões na categoria “outros” incluem empréstimos a bancos que estavam sob administração pública, seus bens servindo de garantia para a compensação dos prejuízos. A última injeção de capital da DICJ foi em março de 2003. A partir desta data, a Resolution and Collection Corporation (RCC), comprou ativos da DICJ e de instituições financeiras sob a administração pública (com maturidade de três anos), com reivindicações de US\$ 35 bilhões (¥ 4 trilhões) com um desconto no preço de US\$ 3 bilhões (¥ 355,7 bilhões). Estes ativos

⁶⁴ Para uma análise do desenvolvimento desse mercado, cf. Kang (2003) e Ohashi e Singh (2004).

⁶⁵ A IRCJ foi criada oficialmente em 16 de abril de 2003, para acelerar a limpeza dos balanços dos bancos juntamente com RCC, ambas funcionavam como uma subsidiária integral da *Deposit Insurance Corporation of Japan* (DICJ), esta criada em 01 de julho de 1971 como o órgão de administração do sistema seguro de depósitos do Japão e das novas agências.

foram posteriormente vendidos por US\$ 5,2 bilhões (¥ 609,4 bilhões), com um lucro de 172 por cento para a RCC. A RCC deixou de fazer compras em março de 2006.

Tabela 6 – Fundos aplicados e recuperados até março de 2007

Tipo	Montante injetado	Montante recuperado
1. Concessões	\$ 159 bilhões ¥ 18,6 trilhões	nada
2. Compras de ativos	\$ 83 bilhões ¥ 9,8 trilhões	\$ 79 bilhões ¥ 9,3 trilhões
Dos quais:		
Compras de ativos de instituições falidas	\$ 54 bilhões ¥ 6,3 trilhões	\$ 60 bilhões ¥ 7,0 trilhões
Compras de ações bancárias sob administração pública	\$ 25 bilhões ¥ 2,9 trilhões	\$ 14 bilhões ¥ 1,6 trilhões
3. Injeção de capital (pacotes emergenciais)	\$ 106 bilhões ¥ 12,4 trilhões	\$ 75 bilhões ¥ 8,7 trilhões
4. Outros	\$ 51 bilhões ¥ 6,0 trilhões	\$ 41 bilhões ¥ 4,8 trilhões
Dos quais:		
Empréstimos	\$ 36 bilhões ¥ 4,2 trilhões	\$ 36 bilhões ¥ 4,2 trilhões
Total	\$ 399 bilhões	\$ 195 bilhões

Fonte: Deposit Insurance Corporation of Japan, relatório anual 2006, p. 70.

Nota: Todos os valores foram convertidos em março de 2007 (116,26 yen por dólar).

Injeção de capital inclui compra de ações preferenciais, comuns, títulos subordinados e empréstimos subordinados.

Do lado dos mutuários, a confiança do setor privado deveria ser resgatada para ajudar na reestruturação. Apesar da administração e avaliação dos ativos por empresas públicas e do poder de remover rapidamente ativos problemáticos dos bancos, os valores dos ativos, em grande medida, dependiam do setor privado assumir a liderança nesta reorganização. Vale dizer, mesmo com os incentivos dados, a valorização dos ativos problemáticos dependia da atuação e cooperação do setor privado e de um cenário de confiança. A reforma da lei de

falência, as melhoras na contabilidade e na estrutura de governança ajudaram o setor privado a promover esta regeneração das empresas com dificuldades.

Por fim, para estabilizar o mercado e minimizar o risco moral, uma estratégia de saída para retirar parte da ação pública do setor bancário e outras intervenções no sistema financeiro precisaram ser desenvolvidas. No caso japonês, a troca de uma garantia geral de depósito por uma parcial, com o reembolso dos fundos públicos, está acontecendo de forma gradual e suave. Contudo, para Kang *et al.* (2009b), o BOJ não tem conseguido diminuir suas compras de ações mantidas pelos bancos, embora alguns deles ainda estejam lutando para pagar os fundos públicos. Alguns defendem também a retirada gradual do apoio público às pequenas e médias empresas (PME's), por exemplo, das garantias de crédito a estas empresas. Por fim, também pode ser retirada a ajuda às empresas menores, que continuam a sofrer com excesso de alavancagem e baixa rentabilidade.

3 A ARMADILHA DA LIQUIDEZ NO JAPÃO

“O diagnóstico é mais importante que a cura” (Kregel, 2009, p. 653).

A economia japonesa esteve presa em uma armadilha da liquidez na década de 1990. O percentual de consumo, historicamente baixo, no Japão, criou uma elevada taxa de poupança estrutural e altos investimentos, durante os anos dourados. Segundo alguns autores do *mainstream economics*, por exemplo, Paul Krugman, uma recessão causou um desequilíbrio suficientemente grande entre poupança e investimento, e com as perspectivas de crescimento da economia japonesa sendo tão sombrias que a taxa real de juros que reequilibraria poupança e investimento teria de ser negativa. Ou seja, o Japão estaria, devido a estes desequilíbrios, em uma situação na qual a demanda agregada se situa consistentemente abaixo da capacidade de produção, mesmo com uma taxa de juros nominal igual ou próxima a zero.

Como vimos, ainda segundo esta linha de pensamento econômico, a reputação anti-inflacionária do BOJ é suficientemente forte para que as expectativas sobre a inflação futura sejam baixas. No entanto, as perspectivas de crescimento da economia japonesa seriam tão ruins que a taxa real de juros, que seria, segundo eles, a taxa que equilibraria poupança e investimento, teria de ser negativa. Assim, como a taxa nominal de juros sobre a qual o BOJ tem instrumentos para interferir diretamente não pode ser negativa, a política monetária tornar-se-ia completamente ineficaz. Como resultado, apesar de serem baixas as taxas nominais de juros, de curto e longo prazo, as autoridades monetárias teriam grandes dificuldades para reduzir a taxa real de juros, a qual traria novamente a economia ao pleno emprego.

O objetivo desse capítulo é analisar essa hipótese, ou seja, a causa principal da década perdida e dos longos anos de estagnação após os anos 1990, no Japão, foi a armadilha da liquidez?

3.1 A hipótese da armadilha da liquidez, para o Japão

Na última ou duas últimas décadas, os bancos centrais de praticamente o mundo todo foram competentes na condução de uma estável e baixa taxa de inflação. A inflação média nos países industrializados caiu para um nível abaixo de 2% ao ano. A inflação média não havia sido tão baixa ao menos desde 1950, conforme demonstrado na (Tabela 7).

**Tabela 7 – Inflação média anual nos países industrializados
(índice de preços ao consumidor (IPC))**

Anos	Taxa percentual
1950 – 1959	2,8 %
1960 – 1969	3,2 %
1970 – 1979	8,2 %
1980 – 1989	5,6 %
1990 – 1999	2,7 %
2000 – 2003	1,8 %

Fonte: International Monetary Fund (2003b).

Em um cenário deste tipo, choques imprevistos de demanda ou oferta podem causar recessões e taxas de inflação ainda menores ou até mesmo deflação (Bernanke *et al.*, 1999). A resposta adequada ou mais utilizada para essa situação, por parte dos bancos centrais, é reduzir as taxas de juros, estimulando a economia. Mas, com a inflação muito baixa ou até mesmo com deflação, seria necessária uma taxa de juros negativa para fornecer o estímulo suficiente. Contudo, como já afirmado, as taxas nominais de juros não podem cair abaixo de zero.

O Japão sofreu uma longa depressão desde o início da década de 1990 e experimentou uma persistente deflação, considerando o deflator implícito do PIB, desde o início dos anos 90, e no Índice de Preços ao Consumidor (IPC), desde 1998. O BOJ respondeu, como vimos, com uma baixa taxa básica de juros e com a *quantitative easing*, i.e., com uma taxa nominal de juros zero e grande expansão da base monetária, desde março de 2001. E o BOJ assumiu um compromisso de continuar com uma política de ampla liquidez até o fim da deflação⁶⁶ (Oda e Ueda, 2005; Eggertsson e Ostry, 2005).

Para Svensson (2003; 2006)⁶⁷, a baixa eficácia dessa política monetária para frear a deflação durante os anos 90 ocorreu porque a economia japonesa estava em uma situação de armadilha da liquidez. Nesse contexto, Gameiro e Pinheiro (1999, p. 33), destacam as conseqüências das baixas taxas de juros e inflação:

⁶⁶ O deflator do PIB japonês permanece ainda negativo, atualmente, e o IPC deixou de ser negativo apenas em 2006, mas com uma taxa sempre abaixo de 2%.

⁶⁷ Ver também outros autores que defenderam a hipótese da armadilha da liquidez na economia japonesa, por exemplo, Krugman (1998; 2000a) e Bernanke (2000).

A idéia subjacente é a de que num contexto de inflação e taxas de juros baixas, a capacidade da autoridade monetária de proceder reduções adicionais nas taxas de juro para contrariar choques desfavoráveis sobre a economia é limitada (dado que as taxas de juros nominais não podem descer abaixo de zero). Trata-se de uma situação em que a política monetária perde a capacidade de influenciar a economia através do canal taxa de juros. Esta situação coloca desde logo a questão de saber se é ou não desejável que a política monetária contrarie os referidos choques, i.e., se a política monetária deve ou não ter uma postura contra-cíclica.

De acordo com Mckinnon e Ohno (1997), como a taxa de juros nos Estados Unidos era relativamente alta, o diferencial negativo entre os EUA e a taxa de juros japonesa não poderia causar grandes problemas na condução de política econômica no Japão. Como a taxa de juros teria caído nos Estados Unidos, no início da década de 1990, e com a taxa de juros japonesa crescentemente empurrada para próximo de zero, teríamos, assim, uma armadilha da liquidez. Isto porque com a taxa de juros japonesa próxima a zero, os aumentos nas reservas bancárias não teriam acompanhado passo a passo os créditos bancários para o setor privado, levando a uma queda nos empréstimos, na taxa de investimento e, por fim, freando o crescimento econômico japonês.

Assim, no curto e longo prazos, a taxa nominal de juros no Japão tem sido comprimida historicamente para níveis baixos, devido também à pressão proveniente de mudanças do exterior, as quais possuem vários fatores: o primeiro é o declínio da taxa nominal de juros dos ativos em dólar, decorrente da estabilização da inflação nos Estados Unidos, na década de 1990. O segundo é o prêmio negativo de risco sobre a taxa de juros do Japão, que mantém um rendimento bem abaixo dos ativos em dólar, conduzindo, portanto, a um elevado risco de apreciação do iene frente ao dólar. O terceiro, ligado ao anterior, é o medo residual, agora possivelmente menor, de que o iene pode retomar a sua apreciação (Goyal e Mckinnon, 2003).

Qual é o problema em uma armadilha da liquidez? O problema é que embora a taxa nominal de juros seja zero, a taxa real de juros (de curto prazo) é demasiadamente elevada, quando a economia está em recessão e com uma taxa de inflação muito baixa, ou até mesmo em deflação. O Banco Central preferiria uma menor taxa real de juros e uma postura de política monetária mais expansionista, caso isso fosse possível.

Mas, como o problema pode ser resolvido? A taxa real de juros pode ser reduzida pelo Banco Central através da indução das expectativas do setor privado de um maior nível de preços no futuro. Se as expectativas de inflação dos agentes se elevarem, a taxa real de juros

cai, mesmo que a taxa nominal de juros permaneça em zero⁶⁸. Entretanto, como o Banco Central pode induzir tais expectativas de um maior nível de preços no futuro? Na verdade, é este o problema real em uma armadilha da liquidez, ao menos no sentido a ela conferido por vários dos economistas do *mainstream*⁶⁹. Por conseguinte, na avaliação das alternativas de políticas em uma armadilha da liquidez deste tipo, o foco deve estar sobre a eficácia das alternativas das políticas para afetar o nível de preços futuro⁷⁰.

Esta hipótese de que a economia do Japão se encontrava em uma armadilha da liquidez foi primeiramente desenvolvida e popularizada por Krugman (1998). Para ele, a economia japonesa teria entrado em uma armadilha da liquidez por causa das expectativas pessimistas sobre seu crescimento futuro, em grande medida, devido ao declínio da força de trabalho e do aumento do número de dependentes, em grande parte aposentados. Isto teria gerado expectativas negativas quanto à rentabilidade de investimentos produtivos, causados por tais projeções demográficas, que teriam feito com que as taxas reais de juros de equilíbrio entre poupança (S) e investimento (I) se tornassem negativas⁷¹ (Gráfico 21). Por outro lado, é necessário enfatizar que estas projeções quanto ao declínio demográfico futuro da população, e consequentemente da força de trabalho, já eram conhecidas bem antes dos anos 90 (Wilson, 2000).

Os defensores dessa hipótese da armadilha da liquidez, todavia, argumentam que vários fatores contribuíram para essa queda do rendimento esperado dos investimentos, dentre eles:

- O investimento japonês se mantinha alto porque o crescimento da economia se mantinha alto e, em menor escala, por causa do potencial de crescimento da economia. Logo, a queda do investimento pode ser explicada em parte por causa da queda nas demais fontes de investimento da economia, tais como as quedas nos empréstimos bancários (Wilson, 2000). Cabe enfatizar, que após os estouros das bolhas especulativas, empresas e bancos insolventes, crise bancária de 1997, queda na força de trabalho e produtividade, a economia japonesa possui ainda a maior taxa de

⁶⁸ Tal argumento pode ser facilmente visualizado com a ajuda da equação de Fisher ($i_t = r_t + \pi_t^e$), na qual: i_t representa a taxa de juros nominal de um título com maturidade de qualquer contrato ao final do período t , π_t^e a taxa de inflação esperada em t para o período correspondente à maturidade do título e r_t a taxa real de juros esperada associada.

⁶⁹ O remédio clássico (políticas fiscais) para a armadilha da liquidez foi adotado pelo governo japonês, mas ao invés de se dar ênfase a obras públicas, priorizou-se cortes em impostos (KRUGMAN, 1998). Para uma crítica a esta visão convencional da armadilha da liquidez, ver mais uma vez Kregel (2009).

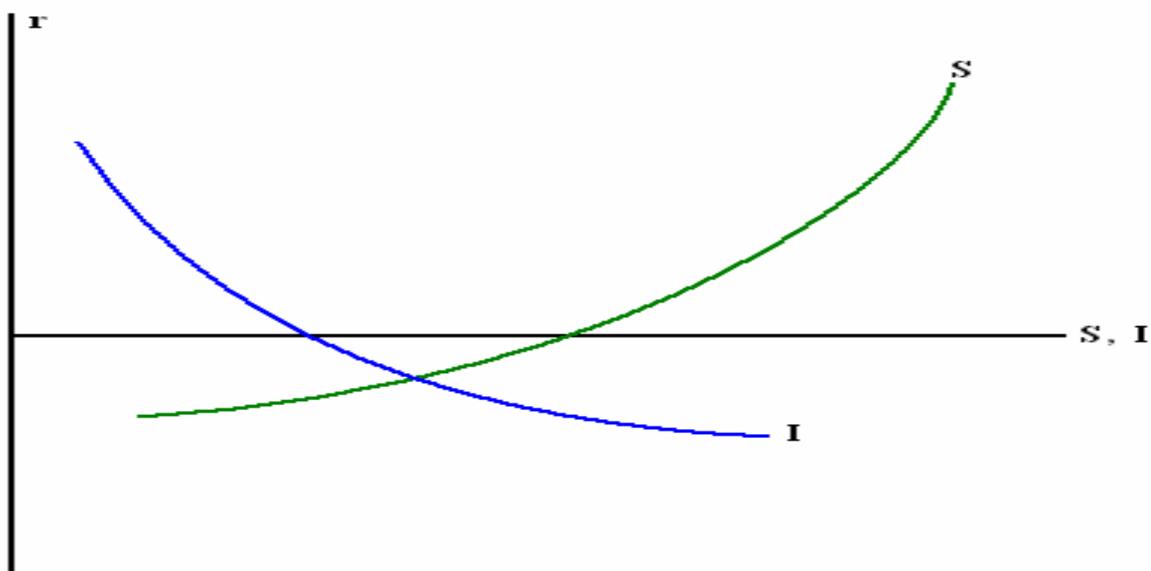
⁷⁰ No capítulo 2, foram apresentadas todas as medidas adotadas pelo governo japonês, fiscais, monetárias (convencionais e não convencionais) e as políticas de ajuda ao setor bancário, desde o início dos anos 1990.

⁷¹ Algumas projeções dizem que a população japonesa irá declinar 0,2% ao ano, de 2000 a 2025, sendo que a expectativa para o declínio da força de trabalho é ainda maior, de 0,25% ao ano (governo japonês) a 0,7% (OCDE; cf. Wilson, 2000).

investimento das economias do antigo G7 até então, a taxa de investimento média da economia japonesa entre 2005 e 2009 foi de 22,7%, contra (22%, 21% e 20,54%) do Canadá, França e Itália respectivamente (INTERNATIONAL MONETARY FUND 2011). Então, há uma queda absoluta, quando se compara a média da década de 80 (30%). Porém, com valor ainda elevado.

- Os estouros das bolhas especulativas também contribuíram para lançar a economia no cenário de baixo crescimento, dada a revisão para baixo das expectativas de rentabilidade corrente e futura dos ativos, principalmente nos setores não comercializáveis, nos quais as bolhas estavam mais infladas. O fato dos investimentos de longo prazo não terem caído nos anos 80 também pode ser explicado pela crença do mercado de que a produtividade cresceria o suficiente para compensar a queda da força de trabalho, crença essa que foi abandonada após os estouros das bolhas especulativas (Wilson, 2000).

Gráfico 21 – Taxa real de juros de equilíbrio entre (S-I)



Fonte: Wilson (2000).

De uma forma geral, cabe ressaltar que o caminho utilizado por Krugman (1998) não foi o mesmo que Keynes (1936) usou para explicar a armadilha da liquidez. Para Keynes a armadilha da liquidez foi uma relação de preço dos empréstimos – a impossibilidade, por vezes, de o Banco Central provocar uma redução nas taxas de juros de mercado através de um aumento na oferta de moeda. Era, portanto, uma expressão de preferência pela liquidez absoluta ou total. O público estava disposto a segurar tanta moeda quanto o Banco Central

criasse, com uma taxa de juros constante, pois esperava que esta taxa não poderia declinar ainda mais. A explicação de Keynes estava, então, ligada às expectativas da evolução futura das taxas de juros. Quando a taxa de juros fica muito baixa em relação ao valor considerado normal pelos investidores, a expectativa de aumentos futuros da taxa de juros passa a ser consensual. Nessa situação, em que as perdas de capital esperadas para o futuro excedem as rendas com juros dos títulos, os agentes tendem a reter qualquer aumento na riqueza sob a forma de moeda, sendo desprezível a queda na taxa de juros. Em tais condições seria racional vender títulos à taxa de juros corrente e guardar moeda, esperando, ademais, uma subida da taxa de juros (Kregel, 2009)⁷².

3.1.2 As expectativas e o modelo IS – LM⁷³

Krugman (1998, 2000a), ao abordar o conceito de armadilha da liquidez, pretendia uma reformulação do modelo IS – LM original de Hicks (1937)⁷⁴. Krugman (1998, p. 138-139, 142-145), apresenta um modelo simples de expectativas racionais de um agente representativo, o qual maximiza sua função utilidade intertemporal e demanda moeda de acordo com uma *cash-in-advance constraint*⁷⁵, em uma economia de dotação hipotética. O autor parte do pressuposto de que não existe incerteza e que a taxa nominal de juros em um dado período é positiva e a *cash-in-advance constraint* é incorporada. O agente representativo manterá apenas a quantidade de moeda suficiente para realizar suas compras, implicando em uma relação proporcional entre a oferta de moeda e o nível de preços, em um desenvolvimento, portanto, a partir “teoria quantitativa da moeda”, em que $P = M/Y$, e Y é o nível de produção, que é igual à demanda. Esta relação é representada pela linha vertical MM (Gráfico 22), que descreve o equilíbrio no mercado monetário (a curva LM de Krugman). A curva IS é obtida a partir do equilíbrio no mercado de bens, obtida por Krugman através da equação de Euler para o consumo: $(1+i)(P_t/P_{t+1}) = (1+D)(Y_{t+1}/Y_t)^\rho$, onde ρ e D representam o fator de desconto e a relação de aversão ao risco respectivamente. Esta equação é ilustrada pela curva CC no (Gráfico 22), na qual o nível de preços no período P_{t+1} é

⁷² A abordagem alternativa para a armadilha da liquidez é discutida na próxima seção, o objetivo é debater as novas interpretações defendidas por Krugman (1998; 2000a), Wilson (1999), Svensson (2003; 2006) dentre outros.

⁷³ Esta seção é inspirada em Krugman (1998) e Boianovsky (2003).

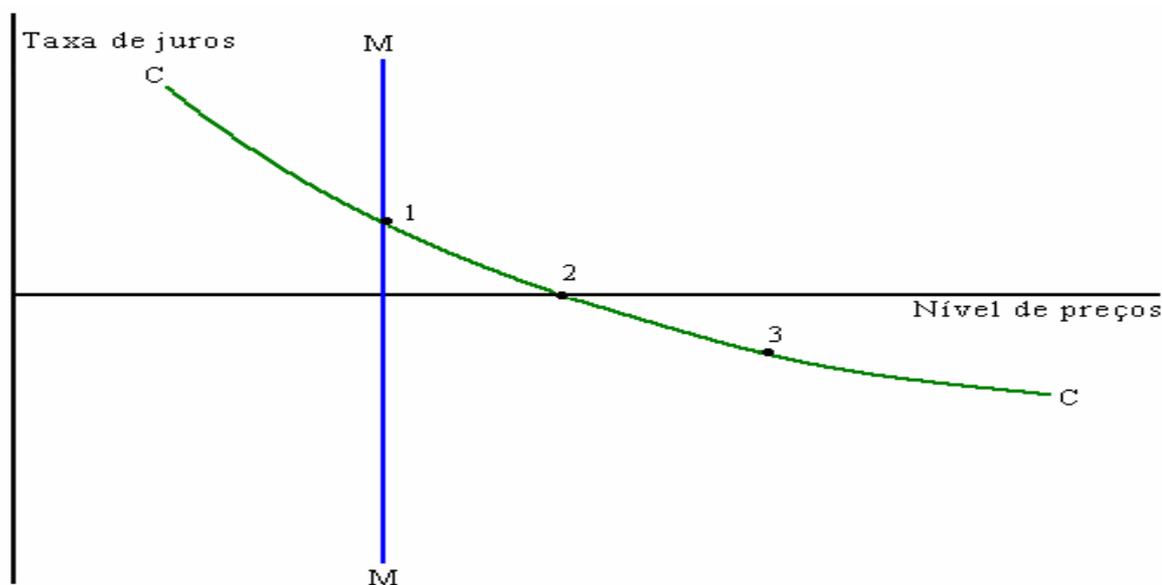
⁷⁴ Ver o modelo IS – LM em Hicks (1937) e Hansen (1953).

⁷⁵ É a introdução de uma restrição de moeda antecipadamente, ou seja, a exigência de que cada consumidor ou empresa deverá ter moeda suficiente disponível antes que eles possam comprar bens.

determinado por M_{t+1} e Y_{t+1} , que são dados como constantes. Assim, um aumento no nível de preços correntes gera uma expectativa de deflação e uma menor taxa nominal de juros, para uma dada taxa de juros real (ou “natural”), o que explica a relação inversa da curva CC (curva IS do modelo de Krugman). Esta representação de equilíbrio entre o mercado monetário e de bens em uma economia com preços flexíveis no espaço (i, P) , ao invés do espaço (i, Y) do modelo IS – LM tradicional, foi inicialmente desenvolvida por Patinkin ([1956] 1965, p. 233)⁷⁶.

Este foco inicial de Krugman, em uma economia com preços flexíveis, era necessário para explicar as condições em que o Banco Central pode perder sua capacidade de controlar o nível de preços. Isto pode ser visualizado no Gráfico 22. Por exemplo, uma expansão da oferta de moeda corrente, para uma dada oferta de moeda no longo prazo, pode implicar em um determinado nível de preço esperado, no futuro, até as curvas MM e CC se cruzarem no ponto 3, com uma taxa nominal de juros negativa. Porém, esse equilíbrio é impossível, pois a taxa nominal de juros não pode ser negativa. Assim, qualquer aumento na oferta de moeda após o ponto 2 não terá nenhum efeito sobre o nível de preços, dado que a taxa nominal de juros alcançou seu limite, ou seja, zero.

Gráfico 22 – (IS – LM) com nível de preços flexíveis



Fonte: Krugman (1998, p. 145).

⁷⁶ Ver também Krugman (2000b).

A demanda por *cash-in-advance* para os saldos monetários reais é indeterminada, porque a moeda também é mantida como reserva de valor, não apenas como meio de troca. A moeda e os títulos se tornam substitutos perfeitos e a *cash-in-advance constraint* não é mais vinculada na taxa zero de juros. Nesse contexto, uma armadilha da liquidez surge quando a economia está cercada de expectativas deflacionistas que deslocam a curva CC para a esquerda ou se a taxa de juros de equilíbrio natural ou real é negativa por causa de uma série de preferências dos indivíduos (agentes). Krugman (1998, 2000, 2000a) discute principalmente este último fator, acreditando que pode ser aplicado à economia japonesa no final dos anos 1990⁷⁷. Nesse cenário, o atual nível de preços irá cair em relação ao nível de preços esperado no futuro, com uma consequente redução da taxa real de juros esperada para um nível de equilíbrio negativo. Novamente, o pressuposto do autor é de que o nível de preços esperado é dado, ou seja, os agentes possuem expectativas racionais.

A próxima investigação de Krugman é sobre o papel da política monetária em uma armadilha da liquidez sob o pressuposto de que o nível de preços do período corrente é pré-determinado e que os bens de consumo são produzidos⁷⁸. A produção é determinada pela demanda por consumo, que é uma função decrescente da taxa de juros. A equação para a curva IS é agora dada por: $Y = Y_{t+1} (P_{t+1} / DP_t)^{1/\rho} (1+i)^{-1/\rho}$, que é ilustrada como CC no espaço (i, Y) no (Gráfico 23). Novamente uma expansão da oferta de moeda não será capaz de aumentar a produção acima do ponto 2, que é suposto ser abaixo do nível de pleno emprego ilustrado pelo ponto 3. Por outro lado, nesse cenário do modelo de Krugman, isto só é verdade caso a expansão monetária for vista pelos agentes como transitória, ou seja, se a oferta de moeda mantiver constante no futuro, mesmo que a taxa nominal de juros seja zero, se o aumento na oferta de moeda for entendido como permanente elevará os preços correntes no modelo, ou a produção no modelo de preços rígidos, uma vez que a curva CC nos Gráficos 22 e 23 deslocará para cima quando expectativas dos agentes direcionarem para um maior nível de preços no futuro.

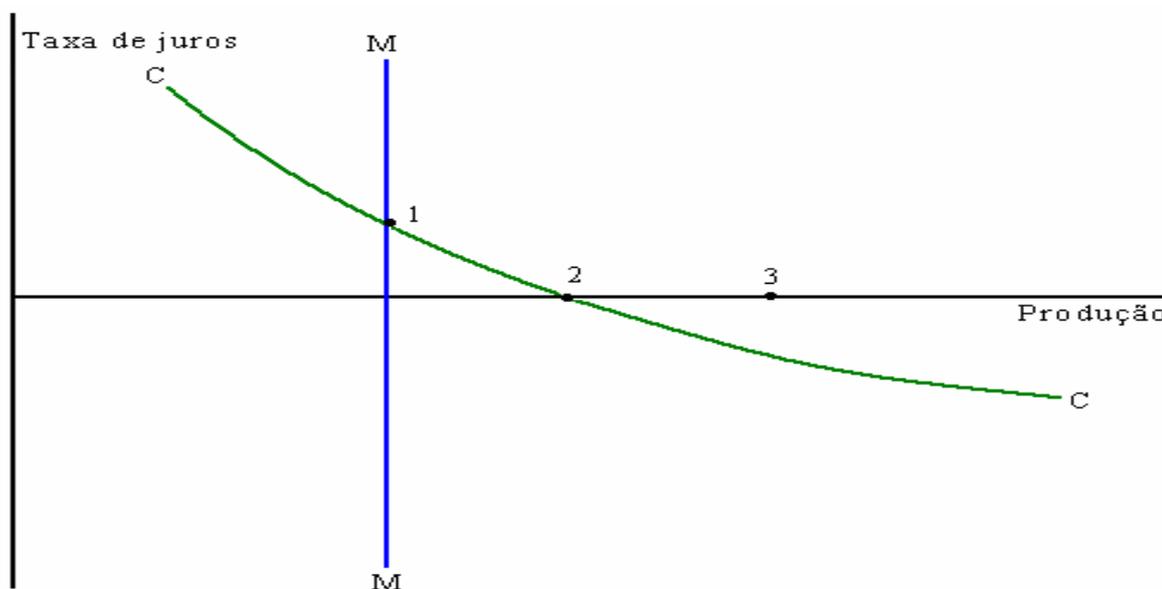
A conclusão é que o conceito da armadilha da liquidez envolve agora um “problema de credibilidade” do Banco Central. A política monetária será ineficaz apenas se os agentes não acreditarem que a expansão monetária será mantida no futuro (Krugman, 1998, p. 142,161). Para Kregel (2009), contudo, esta versão da armadilha da liquidez fracassou na tentativa de aumentar os empréstimos bancários, devido ao pressuposto implícito de que a

⁷⁷ Ver também Kuttber e Posen (2001).

⁷⁸ Os salários monetários não são mencionados, uma vez que não há mercado de trabalho no modelo.

taxa de juros que equilibraria a demanda e a oferta por empréstimos, dada pelo multiplicador monetário, seria menor que o limite zero para as taxas nominais. Se os preços estavam caindo, era possível que as taxas de juros reais estivessem crescendo, na presença de taxas nominais de juros zero, mantendo o sistema mais distante do equilíbrio proposto⁷⁹.

Gráfico 23 – (IS – LM) com nível de preços flexíveis predeterminado



Fonte: Krugman (1998, p. 149).

3.1.3 Críticas à armadilha da liquidez de Krugman

Os economistas da escola austríaca argumentam que a economia japonesa não sofreu uma armadilha da liquidez, defendendo a idéia de que a economia sofreu uma fase de depressão de um ciclo econômico gerado pela inflação monetária, que só seria sanado quando os maus investimentos realizados durante a fase de prosperidade se liquidassem. Na teoria austríaca, a recessão é necessária, após as fases de prosperidade, em que há expansão artificial do crédito, contribuindo para a liquidação dos maus investimentos, em uma espécie de autocorreção da economia. A ausência de sinais de autocorreção da economia japonesa ocorreria devido à necessidade de um maior tempo para que a economia se reorganize. As

⁷⁹ Esse argumento invalida o efeito Fisher. Segundo Fisher (1984), como vimos em nota acima, a taxa nominal de juros é a soma entre a taxa real de juros e a taxa de inflação esperada. Apoiando-se nos pressupostos clássicos de dicotomia de mercado e neutralidade da moeda, ele afirmou que variações no nível geral de preços serão acompanhadas por alterações na taxa nominal de juros, sendo a taxa real, em princípio, constante, *ceteris paribus*. Logo, há constatação de que uma variação unitária dos preços terá como efeito uma variação de mesma magnitude e na mesma direção da taxa nominal de juros. Ao efeito de um-para-um entre as duas variáveis denominou-se efeito Fisher.

intervenções governamentais, então, só teriam causado o prolongamento da fase de depressão ou o atraso do início de uma depressão ainda maior. Assim, a correção total só ocorreria se não houvesse intervenções no mercado. Rothbard (2000, p.185), resumiu a posição política austríaca da seguinte forma:

Se o governo pretender reduzir, ao invés de agravar, a depressão, a sua única saída é o laissez-faire. Somente se não houver interferência direta ou ameaça [de interferência], com preços, salários... O ajustamento necessário se prosseguirá. Qualquer intervenção instável adia a liquidação e agrava a situação.

Conseqüentemente, para essa escola, as intervenções do governo japonês no mercado causaram o prolongamento da fase de depressão durante toda a década de 1990⁸⁰.

Por outro lado, a hipótese da armadilha da liquidez e de taxas negativas de juros de equilíbrio na economia japonesa pode ser vista como uma expressão de uma elevada aversão aos riscos por parte dos investidores, dado que os presentes níveis de poupança financeira não se diferenciam substancialmente dos passados – haveria, então, a possibilidade de analisar o problema a partir dos deslocamentos na função de investimentos, ao invés dos “excessos de poupança”. Outro fator que merece destaque é que, no período de 1990 a 2009, houve uma queda no investimento em relação ao PIB em todos os países do G7. Porém, mesmo com esta queda, como vimos, o Japão foi, com folga, o país que destinou a maior parte do PIB para investimento entre todos estes países, com 25,98%, com a Itália e Canadá ficando, em segundo e terceiro lugares, com 20,09% e 19,9% respectivamente (Tabela 8).

Tabela 8 – Taxa média anual de investimento (Países selecionados 1990-2009)

Países	Investimento/PIB
Japão	25,98 %
Itália	20,09 %
Canadá	19,90 %
Alemanha	19,61 %
França	19,51 %
EUA	18,60 %
Reino Unido	17,09 %

Fonte: FMI.

⁸⁰ Para uma abordagem mais detalhada sobre as idéias austríacas, ver Hayek (1960).

Cabe ressaltar que, nesse período, ocorreu uma queda do investimento privado na economia japonesa, como mostramos, no capítulo 2. Para Torres Fo. (2000), uma das razões para a falta de apetite dos investidores privados japoneses foi o aumento da capacidade ociosa não planejada, com a recessão sendo mais pronunciada na indústria do que em outros segmentos da economia daquele país⁸¹.

Outra crítica a abordagem da armadilha da liquidez proposta por Krugman (1998) parte de Franco (1999). Para ele, a idéia que o Japão se encontra em uma situação semelhante à EUA de 1929–1933 é como dizer que um tamanduá bandeira foi encontrado na Groenlândia. No caso do Japão, a solução proposta por Krugman seria muito simples, como vimos: a inflação faria que os juros reais ficassem negativos e, com isso, reduziria a propensão a poupar dos japoneses, ao mesmo tempo em que aumentaria suas taxas de investimento (Franco, 1999).

Para RICHARD (2008), o modelo IS–LM propõe uma relação negativa entre lucros e investimentos. Dentro dessa estrutura, a curva IS representa a relação direta, mas negativa, entre a taxa de lucros e o nível de investimento. Como o investimento determina o produto, essa relação negativa acaba se transformando em uma relação também negativa e direta entre a taxa de lucro e o nível do produto. E a relação entre produto e emprego poderia ser suposta, razoavelmente, como de 1 para 1. A armadilha da liquidez ocorreria quando a curva LM fosse horizontal, fazendo com que qualquer intervenção do governo no mercado financeiro fosse inútil. Dessa forma, o governo simplesmente não poderia salvar a economia de si mesmo, ao menos não com política monetária ativa – mas sim com política fiscal, mexendo a IS, mesmo neste modelo limitado. A economia estaria, como resultado, presa em uma armadilha.

Reisman (1996, Cap. 18), fornece um argumento para a relação positiva entre lucros e investimentos. Para o autor, a relação é quase de 1 para 1, em termos de dólar. Isso ocorre já que o lucro é a diferença entre receita de vendas e custos, ao passo que os investimentos líquidos correspondem à diferença entre gastos produtivos e custos (gasto produtivo é o gasto em bens e trabalho, realizado pelo empresário). Sob circunstâncias normais, a receita de vendas e os gastos produtivos variam quase que da mesma forma, resultando em uma relação positiva entre investimentos e lucros.

As suposições da análise IS–LM utilizada para a economia japonesa por Krugman (1998) ajudariam a explicar por que ele teve problemas ao aplicar seu modelo. Por exemplo, no eixo horizontal, Krugman troca investimento por produção (RICHARD, 2008).

⁸¹ As taxas de investimento da economia japonesa em relação ao PIB durante as décadas de 70, 80, 90 e 2000 foram: 33,09%, 29,3%, 28,7% e 23,8%.

Contudo, retornando à epígrafe de Kregel (2009), o diagnóstico é mais importante que a cura. Nesse cenário, o objetivo da política de taxa zero de juros e da *quantitative easing* de 1999 era forçar um aumento dos empréstimos bancários por meio de aumentos maciços nas reservas do setor bancário. Para a frustração do BOJ e de alguns economistas americanos, que apoiaram esta versão da armadilha da liquidez, os bancos japoneses simplesmente aumentaram suas reservas, sem qualquer expansão nos seus empréstimos. Assim, estas políticas empregadas, nos anos 1930, nos EUA, e nos 1990, no Japão, tiveram pouco impacto. A grande depressão e a similar crise japonesa na década de 1990 sugerem pelo menos três fatores que ficaram ausentes das análises e medidas propostas pelos economistas convencionais: medidas diretas de apoio à renda do setor bancário, através de uma política de taxa de juros; uma clara compreensão das falhas do sistema financeiro modernizado; e por fim, um projeto claro para a forma e estrutura do sistema financeiro que deverá substituir o anterior (KREGEL, 2009).

CONSIDERAÇÕES FINAIS

A experiência do Japão, após os colapsos das bolhas especulativas dos ativos na década de 1990, nos mostra os dilemas de política econômica que se apresentam nos períodos de turbulência e tensões financeiras agudas. Não obstante, uma solução é necessária para uma recuperação sustentada, seja através da política fiscal, monetária ou direcionada para o setor bancário. Neste contexto, uma abordagem abrangente, que trata tanto a solvência do sistema quanto a liquidez, pode ser necessária e também a reestruturação das dívidas dos mutuários em dificuldades.

No entanto, para apoiar o crescimento nas economias com capacidade efetiva para executar tais ações discricionárias, os estímulos fiscais devem ser mantidos, centrados em áreas de maiores impactos, revertendo-os apenas quando os sinais de recuperação sustentada surgirem e forem claros. Ao mesmo tempo, como sempre ressaltado por Keynes, é importante articular uma estratégia concreta para o retorno a uma posição fiscal sustentável no médio e longo prazos, assim, simultaneamente, mantendo a confiança na moeda, restaurando os mercados de crédito e combatendo eventuais processos deflacionários. Ações de política monetária também são necessárias, devendo ser ousadas, inovadoras e amplas. Dessa forma, quando as medidas facilitadoras de crédito são tomadas, os potenciais prejuízos, ao menos temporários, para o balanço e credibilidade do Banco Central devem ser cuidadosamente administrados. Neste cenário, uma comunicação transparente entre o Banco Central e os agentes do mercado é indispensável, incluindo uma estratégia para a interrupção definitiva dos estímulos.

Aceitando que o pior já passou, ou seja, que a crise financeira japonesa foi finalmente resolvida, uma coisa é certa: isto não se deu não antes de uma década perdida, caracterizada por um período, longo, de baixo crescimento, aumento das taxas de desemprego, deflação nos preços de bens, serviços e ativos, falências bancárias e persistência dos *no-performing loans*. A busca pela compreensão desse longo período de baixas é de extrema relevância, sendo o objetivo precípua deste trabalho.

De uma forma geral, inicialmente, era esperado que a economia japonesa respondesse de forma rápida à queda dos preços dos ativos, pois acreditava-se que a economia passava por uma recessão cíclica normal e não necessitava de uma política agressiva por parte do governo, dados os sinais de recuperação do PIB e da taxa de inflação, entre 1994 e início de 1997. Adicionalmente, tratava-se da economia industrializada com a maior taxa de crescimento do

mundo, no Pós-II Guerra Mundial, o que indicava, para todos, que esta interrupção deveria ser breve, em uma trajetória plenamente exitosa e basicamente ininterrupta, desde aquela época.

Porém, a experiência de crises bancárias anteriores deveria ter indicado que a natureza, a velocidade e a ordem em que o poder público implementa medidas, em grande parte, pode determinar a magnitude e o custo da crise. Portanto, em retrospectiva, percebe-se que era necessário realizar as seguintes tarefas: primeiro, recapitalizar o setor bancário; segundo, restaurar o crédito; e terceiro, temporariamente revigorar a atividade econômica, através de medidas fiscais adequadas. No Japão a tendência inicial foi a inércia aos problemas que emergiam; a falta de entendimento sobre o tamanho do problema e as conseqüências que a morosidade na adoção de políticas saneadoras implicariam ao sistema; e a crença de que a recuperação econômica emergiria “naturalmente”, com o passar do tempo.

Dessa forma, os empréstimos problemáticos foram deixados “apodrecer”, com os custos dos financiamentos para os bancos japoneses elevando-se cada vez mais, na metade da década de 1990, tornando-se ainda mais difícil a recuperação posterior dos bancos japoneses. Assim, a demora em reconhecer as perdas, comprovou-se cara à economia japonesa, pois o resultado foi uma década “perdida”, isto é, sem crescimento e, mesmo assim, com aumento da dívida pública, o qual se deu produzindo menos resultados do que teria sido possível caso a intervenção governamental tivesse sido realizada de modo mais ilustrado.

Nessa perspectiva, de um setor bancário frágil e um sistema regulador brando, os bancos comerciais continuaram emprestando às empresas “zumbis”, as quais não tinham condições de cumprir com seus acordos financeiros, prática esta que contribuiu para aumentar o volume dos *no-performing loans*.

Para este trabalho, portanto, a política fiscal expansionista foi eficaz, mas, não utilizada de forma consistente. As más decisões quanto às políticas fiscal e monetária contribuíram para o fracasso no enfrentamento da crise de crédito. Porém, é certo que mesmo se os legisladores tivessem feito tudo da forma correta, a economia japonesa ainda continuaria estagnada, até que algumas falhas fundamentais fossem curadas, como os problemas do setor bancário e de um sistema regulador brando, os quais causavam uma baixa concessão de créditos por parte dos bancos japoneses e uma presença muito importante de *no-performing loans* no balanço dos bancos, além de um número elevado de empresas “zumbis”.

O limitado impulso fiscal adotado, em particular as prematuras reversões fiscais, pode ser reflexo da natureza *stop-and go* dos estímulos realizados. Quando a economia parecia se recuperar, em 1997, o governo daquele país começou a inverter os cortes no imposto de renda

e aumentar o imposto sobre o consumo. Ora, as quedas nos gastos domésticos acompanharam essas reversões, levando a economia novamente à recessão.

Outros fatores prováveis para a baixa eficácia da política fiscal durante os anos 90 foram que os estímulos fiscais podem ter sido prejudicados pela queda dos multiplicadores fiscais; os investimentos públicos efetivos foram menores que os anunciados; e, ao invés de se dar ênfase a obras públicas, priorizaram-se cortes em impostos. Uma forma de maximizar os estímulos fiscais, como vimos, seria se estes fossem acompanhados pela restauração do crédito do setor bancário. Vale dizer, os efeitos dos estímulos poderiam ser de curta duração, caso o sistema financeiro estivesse em boa saúde. Contudo, no Japão, as injeções nos bancos “em grande escala” ocorreram apenas em 1999, minimizando a eficácia da política fiscal (Kang *et al.*, 2009a; 2009b).

Sobre a condução da política monetária, esta, após alguns atrasos, foi gradualmente flexibilizada, ao longo dos anos 90, mesmo com a impossibilidade de abaixar as taxas de juros nominais abaixo de zero, o que levou o BOJ a tomar algumas medidas inovadoras, a partir de 2001. Centrado em uma estratégia para garantir a liquidez e ampliar as garantias nas compras diretas de ativos, foi implantada uma *quantitative easing policy*, com uma política de taxa zero de juros e crédito ilimitado disponível praticamente a todas as instituições bancárias. No entanto, durante quase todo esse período, a política monetária pareceu estar “correndo sobre uma esteira”, com a demanda por créditos permanecendo fraca, a despeito destas medidas relacionadas a sua oferta. Ademais, a compressão das taxas de juros da economia para zero fez com que a margem de lucro do setor bancário caísse e os novos empréstimos do setor deixassem de ser rentáveis, tornando-se praticamente impossível para os bancos japoneses, por conta própria, livrarem-se dos empréstimos ruins em seus balanços.

Segundo Kregel (2009), uma versão convencional da armadilha da liquidez levou autores como Krugman e Bernanke a proporem ao Banco do Japão realizar uma política de “*quantitative easing*”, a fim de produzir inflação, ou pelo menos aumentar a expectativa inflacionária de modo suficiente para produzir taxas reais de juros negativas e, assim, restaurar as taxas reais de juros de equilíbrio entre poupança e investimento. Porém, para a frustração do BOJ e de alguns economistas americanos que apoiaram estas políticas, os bancos japoneses simplesmente aumentaram suas reservas, sem qualquer expansão nos seus empréstimos. Portanto, as políticas de taxas de juros zero e de *quantitative easing* tiveram custos elevados, sem conduzir a uma solução definitiva; as ações não convencionais de política monetária causaram efeitos colaterais negativos, pressionando o lucro do setor bancário, comprimindo o crédito e reduzindo os incentivos para a reestruturação.

Do lado do setor bancário, uma administração centralizada dos ativos ajudou a acelerar a limpeza dos balanços dos bancos. As compras e vendas do governo do *non-performing loans* através da *Resolution and Collection Corporation* (RCC) e da *Industrial Revitalization Corporation of Japan* (IRCJ) facilitou esta reestruturação, reajustando preços de ativos, resolvendo as disputas por créditos, proporcionando melhores prestações de conta e clareza jurídica. Ademais, com a recuperação dos preços dos ativos, estas intervenções acabaram custando muito menos ao contribuinte do que o estimado a partir dos preços originais.

A resposta para o por quê de as políticas fiscais e monetárias não terem conseguido combater o longo período de estagnação, mesmo quando o BOJ baixou as taxas de juros de forma bastante agressiva, por aproximadamente duas décadas, a partir dos anos 90, pode ser dada pela morosidade da atuação do governo japonês, do ponto de vista fiscal, com as injeções de recursos “em grande escala”, nos bancos, ocorrendo apenas em 1999. Outros fatores relevantes que contribuíram com esse longo período de estagnação da economia japonesa foram: o baixo desempenho de um número elevado de empresas “*zumbis*” tecnicamente falidas, devido seus baixos pagamentos de dividendos que jogou o setor bancário japonês na crise de 1997. A queda na força de trabalho, com as taxas de investimento e da produtividade convergindo para níveis consistentes com os de outras economias avançadas também contribuíram.

A hipótese de que a economia do Japão se encontrava em uma armadilha da liquidez é para este trabalho, a explicação mais débil, entre aquelas que procuram explicar este longo período recessivos. Kregel (2009) destaca a frustração do BOJ e de alguns economistas americanos se fiaram nesta versão da armadilha da liquidez, pois os bancos japoneses simplesmente aumentaram suas reservas, sem qualquer expansão nos seus empréstimos. Assim, estas políticas tiveram pouco impacto na economia japonesa.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BANK OF JAPAN, “**Comparative Economic and Financial Statistics – Japan and Other Major Countries**”, 1999. Bank of Japan.

_____, **Interest Rates Historical Series Database**.2009. Bank of Japan.

_____, (1992a) “**Corporate business under economic adjustment: results of analysis of fiscal 1991 financial statements of principal enterprises**”. Special Paper, nº. 224, dec.

_____, (1992b) “**Deregulation, technological progress, and efficiency of the banking industry in Japan**”. Special Paper, nº. 221, jan.

BAYOUMI, TAMIM (2000), “**The Morning After: Explaining the Slowdown in Japanese Growth**” in Post-bubble blues: how Japan responded to asset price collapse, (eds), BAYOUMI, TAMIM e CHARLES COLLYNS 2000, (Washington: Fundo Monetário Internacional).

BERNANKE, BEN. S. e MARK GERTLER, 1995, “**Inside the Black Box: Credit Channel of Monetary Transmission**”, Journal of Economic Perspectives, 9, no. 4 (Fall), 27 – 48.

_____, 1999, “**Monetary Policy and Asset Price Volatility,**” Economic Review, Federal Reserve Bank of Kansas City (Fourth quarter), pp. 17–51.

_____, (2000), **Japanese monetary policy: A case of self-induced paralysis?**, in: RYOICHI MIKITANI e ADAM S. POSEN (2000), Japan’s Financial Crisis and its Parallels to US Experience, Special Report 13, September, Institute for International Economics, Washington, D.C.

_____, (1999) **Japanese Monetary Policy: A Case of Self – Induced Paralysis?** Princeton University, December. For presentation at the ASSA Meetings, Boston. MA, January 9, 2000.

_____, LAUBACH, Thomas, MISHKIN, Frederic S. e POSEN, Adam S. (1999) **Inflation Targeting: Lessons from the International Experience**. Princeton: Princeton University Press.

BLINDER, ALAN S. e ROBERT, M. SOLOW (1973), **Does fiscal policy matter?**, journal of Public Economics, vol.2, pp. 319-337.

BOIANOVSK, M. (2003) “**The IS-LM Model and the Liquidity Trap Concept: From Hicks to Krugman**”. Universidade de Brasília, Departamento de Economia, Texto para Discussão Nº. 282, Brasília, 14 de março de 2003.

BORIO, CLAUDIO, 1996, “**Credit Characteristics and the Monetary policy Transmission Mechanism in Fourteen Industrial Countries: Facts, Conjectures, and Some Econometric Evidence,**” in Monetary Policy in a Converging Europe, ed. By K. Koedijk, C. Kool, and C. Winder (Dordrecht: Kluwer Academic Publishers).

CABALLERO, RICARDO J., TAKEO HOSHI e ANIL K. KASHYAP, 2008, “**Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan,**” *American Economic Review* (December), Vol. 98, pp. 1943–77.

CABINET OFFICE, JAPAN (2010) **Statistics online** disponível em <http://www.cao.go.jp/index-e.html> Acesso em 10 de jan. 2010.

CARGILL, T., M.M. HUTCHISON, e T. ITO (2000). **Financial Policy and Central Banking in Japan**, The MIT Press, Cambridge.

Center for International Comparisons of Income and Prices. (2009), **University of Pennsylvania 3718 Philadelphia**. Disponível em http://ptw.eco.epenn.edu/ph_site/pwt62. Arquivo capturado em 4 de maio de 2009.

CENTER FOR INTERNATIONAL COMPARISONS OF INCOME AND PRICES (2010), **University of Pennsylvania 3718 Philadelphia**. Disponível em http://ptw.eco.epenn.edu/ph_site/pwt62. Arquivo capturado em 4 de maio de 2010.

DEPOSIT INSURANCE CORPORATION OF JAPAN, **Annual Report 2006**, p.70. Disponível em: http://www.dic.go.jp/english/e_annual/e_annual.html Acesso em 5 de dez. 2009.

DEQUECH, David (1998) *Rationality and Institutions under Uncertainty*. Cambridge, Engl.: University of Cambridge. Tese (PhD) — Wolfson College, University of Cambridge.

ECONOMAGIC, Browse Data of the Bank of Japan. I.M. F., **World Economic O. Database**. Disponível em: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/01/weodata/index.aspx> Acesso em 9 dezembro 2009.

EGGERTSSON, GAUTI, e JONATHAN D. OSTRY (2005), “**Does Excess Liquidity Pose a Threat in Japan?**” working paper.

FELDSTEIN, Martin (1976), “**Perceived Wealth in Bonds and Social Security: A Comment**”, *Journal of Political Economy*, 84 (2), 331-6.

FISHER, I. (1984), **A Teoria do Juro: determinada pela impaciência de gastar renda e pela oportunidade de investi-la**. São Paulo: Abril Cultural, 1984.

FRANCO, G. H. B. (1999) “**Quanta fantasia! Resenha de “Uma nova recessão”? O que deu errado. Como entender a crise mundial**” de Paul Krugman, Editora Campus. 18.04.1999.

FUJIKI, HIROSHI, KUNIO OKINA, e SHIGENORI SHIRATSUKA, 2001, “**Monetary Policy under Zero Interest Rate: Viewpoints of Central Bank Economists,**” *Monetary and Economic Studies*, Institute for Monetary e Economic Studies, Bank of Japan, Vol. 19 (February), pp. 89–130.

GAMEIRO, I. MARQUES e PINHEIRO, MAXIMIANO (1999), “**Algumas Reflexões sobre Armadilha de Liquidez e Condução da Política Monetária em Ambiente de Baixa Inflação**” Banco de Portugal, Boletim econômico, Março 1999.

GERLACH, M. 1989. **“Keiretsu organization in the Japanese economy: analysis and trade implications”**. In: JOHNSON, C., TYSON, L. & ZYSMAN, J. Politics and productivity: the real story of why Japan Works. Harper Business.

GOYAL, R. e MCKINNON, R. (2003) **Japan’s Negative Risk Premium in Interest Rates: The Liquidity Trap and Fall in Bank Lending**. Blackwell Publishing Ltd 2003, 9600 Garsington Road, Oxford, OX4 2DQ, UK and 350 Main Street, Malden, MA 02148, USA.

HANSEN, A. (1953) **“A Guide to Keynes”**. New York: McGraw-Hill.

HAYER ANALYTICS. **“Economic & Financial Databases”**, Disponível em: <http://www.haver.com/>. Acesso em 4 Setembro. 2009.

HAYEK, F.A. (1960). **“Prices and Production. London”**: Routledge and Kegan Paul.

HERMANN, JENNIFER, (2008). **“Da Liberalização à Crise Financeira Norte-Americana: a morte anunciada chega ao Paraíso”**. Em Dossiê da Crise. Disponível em: Website: <http://www.ppge.ufrgs.br/akb> Acesso em 8 agosto 2009.

HICKS, JOHN, 1937, **“Mr. Keynes and the Classics: A Suggested Reinterpretation,”** *Econometrica*, Vol. 6, pp. 147-59.

HORIUCHI, A. (1999). **“Financial Fragility and Recent Developments in the Japanese Safety Net,”** in Bos, T. and Fetherston, A.T. (eds.), *Advances in Pacific Basin Financial Markets*, Vol.3, 45-72, JAI Press.

HOSHI, TAKEO, e ANIL KASHYAP, 1999, **“The Japanese Banking Crisis: Where Did It Come From and How Will It End?”** NBER Working Paper No. 7250 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

_____, eds., 2001, **Corporate Financing and Governance in Japan** (Cambridge, Massachusetts: MIT Press).

_____, (2008), **“Will the U.S. Bank Recapitalization Succeed? Lessons from Japan”**, NBER Working Paper no. 14401.

INTERNATIONAL MONETARY FUND, 2003, **“Japan: Financial System Stability Assessment and Supplementary Information,”** IMF Country Report No. 03/287 (Washington).

_____, (2003a), **“Deflation: Determinants, Risk, and Policy Options – Findings of an Interdepartmental Task Force,”** International Monetary Fund.

ITO, TAKATOSHI (2000), **“The stagnant Japanese economy in the 1990s: the need for financial supervision to restore sustained growth”**, in: Takeo Hoshi e Hugh Patrick (eds.) (2000), *Crises and change in the Japanese financial system*, Norwell, Kluwer Academic Publishers.

_____, (2003) **“Retrospective on the bubble period and its relationship to developments in the 1990s”**. Blackwell Publishing Ltd, 9600 Garsington Road, Oxford, OX4 2DQ, UK and 350 Main Street, Malden, MA 02148, USA.

ITO, TAKATOSHI. HARADA, KIMIE. (2004). **“Bank Fragility in Japan, 1995-2003”** Monetary Policy and International Finance. Cesifo Working paper n° 1137.

_____, (2000). **“Japan Premium and Stock Prices: Two Mirrors of Japanese Banking Crises,”** NBER Working Papers Series, No.7997, November.

ITO, TAKATOSHI e MISHKIN S. FREDERIC (2004), **“Two Decades of Japanese Monetary Policy and the Deflation Problem”** Working Paper 10878 NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH 1050 <http://www.nber.org/papers/w10878> Massachusetts Avenue Cambridge, MA 02138 October 2004.

JINNO, NAOHIKO, e MASARU KENEKO, (2000), **“Stopping Fiscal Collapse”** (Tokyo: Iwanami-shoten).

JINUSHI, TOSHIKI, YOSHIHIRO KUROKI, e RYUZO MIYAO, 2000, **“Monetary Policy in Japan Since the Late 1980s: Delayed Policy Actions and Some Explanations,”** in Japan's Financial Crisis and Its Parallels to the U.S. Experience, ed. by R. Mikitani and A.S. Posen, Special Report No. 13 (Washington: Institute for International Economics), pp. 115–48.

KALECKI, M. **Teoria da dinâmica econômica**. São Paulo: Abril Cultural, 1983. (Os Economistas).

KALRA, SANJAY, 2003, **“Fiscal Policy: An Evaluation of Its Effectiveness,”** in Japan's Lost Decade: Policies for Economic Revival, ed. by Tim Callen and Jonathan Ostry (Washington: International Monetary Fund).

KANAYA, A. e WOO, D. (2000) **“The Japanese Banking Crisis of the 1990s: Sources and Lessons”**. International Monetary Fund, Monetary and Exchange Affairs Department

KANG, KENNETH, 2003, **“The Resolution and Collection Corporation and the Market for Distressed Debt in Japan,”** in Japan's Lost Decade, ed. by Tim Callen and Jonathan Ostry (Washington: International Monetary Fund).

KANG, K., M. SYED, (2009) **OVERCOMING THE GLOBAL FINANCIAL CRISIS: SOME LESSONS FROM JAPAN'S “LOST DECADE”** CESifo DICE Report 3/2009

KANG, K., M. SYED and K. TOKUOKA (2009a). **“Revisiting Japan's Lost Decade”**, in Asia and Pacific Regional Economic Outlook, International Monetary Fund, Washington DC.

_____, (2009b), **“Lost Decade in Translation: What Japan's Banking Crisis could Portend about the U.S. Recovery”**. IMF Working Paper, forthcoming.

KASHYAP, A. K. (2002). **“Sorting out Japan's Financial Crisis,”** NBER Working Papers Series, No.9384, December.

KATZ, R. (2009). **“Lessons for US from Japan’s banking crisis”**, The Oriental Economist. Disponível em: <http://www.orientaleconomist.com/alert.html>. Acesso em 5 de dez. 2009.

KEYNES, JOHN M., 1936, **“The General Theory of Employment, Interest and Money”** (London: Macmillan).

_____, (1964) **“The general theory of employment, interest, and money”** San Diego: Harcourt, Brace, Jovanovich, 1964.

KIICHI TOKUOKA (2010) **“The Outlook for Financing Japan’s Public Debt”** in Asia and Pacific Regional Economic Outlook, International Monetary Fund, Washington DC.

KINDLEBERGER, C. Bubbles in Eatwell, J & Milgate, M. (org.). **The New Palgrave Dictionary of Money and Finance**, 1992.

KOO, RICHARD (1998), **Kinnyuu kiki kara no dasshuysu**, PHP Kenkyuujo, Tokyo.

_____, (1999), **Nihonkeixai kaifukue no aoshashin**, PHP Kenkyuujo, Tokyo.

_____, (2003), **Balance Sheet Recession**, Singapore: Wiley and Co.

KREGEL, JAN (2009), **“Why don’t the bailouts work? Design of a new financial system versus a return to normalcy”** Cambridge Journal of Economics 2009, 33, 653-663, doi:10.1093/cje/bep036.

KRUGMAN, P., (1998) **“It’s Baaack! Japan’s Slump and the Return of the Liquidity Trap”**, Brookings Papers on Economic Activity, Vol. 1998, No. 2, pp. 137-205.

_____, 2000a. **Thinking About the Liquidity Trap**. Journal of the Japanese and International Economics. 14 (Dec): 221-37.

_____, 2000b. **How Complicated Does the Model Have To Be?** Oxford Review of Economic Policy. 16 (4): 33-42.

_____, 2000. **The Return of Depression Economics**. 2nd edition. London: Penguin Books.

KUTTNER, KENNETH N. e ADAM S. POSEN, (2001), **“The Great Recession: Lessons for Macroeconomic Policy from Japan,”** Brookings Papers on Economic Activity: 2, pp. 93–185.

_____, (2002), **“Passive Savers and Fiscal Policy Effectiveness in Japan,”** paper presented at the conference of CEPR-CIRJE-NBER, “Issues in Fiscal Adjustment,” Tokyo, December.

KWON, EUNKYUNG, 1998, **“Monetary Policy, Land Prices, and Collateral Effects on Economic Flutuations: Evidence From Japan”**, Journal of the Japanese and International Economies, 12:pp. 175-203.

LEVI, M.L. (1996) **“O sistema de financiamento das empresas japonesas: a estrutura montada no pós-guerra e os impactos da liberalização financeira da década de 80”**.

Dissertação de Mestrado. Campinas: Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas.

MARINHEIRO, Carlos F. (1996), **O Teorema da Equivalência Ricardiana: discussão teórica e aplicação à economia portuguesa**, Dissertação de Mestrado em Economia Europeia, Janeiro, Coimbra, Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra.

MATSUURA, KATSUMI, e MASAHIRO HORI, 2003, **“Special Credit Guarantee and Restructuring of Small Firms,”** Cabinet Office, ESRI Discussion Paper Series No. 50 (Tokyo: Cabinet Office).

MCCALLUM, BENNETT T., (2003), **“Japanese Monetary Policy, 1991–2001,”** Economic Quarterly, Federal Reserve Bank of Richmond (Winter), pp. 1–31.

MCKINNON, R. e K. OHNO (1997), **Dollar and Yen: Resolving Economic Conflict between the United States and Japan** (Cambridge, MA: MIT Press).

MELIN L. D. (1998) **“O enquadramento do iene: a trajetória do câmbio japonês desde 1971”**. In: TAVARES, M. DA C. e FIORI. J. L. Poder e Dinheiro: Uma economia política da Globalização. 6ª edição. Editora vozes, Petrópolis RJ.

MINISTRY OF FINANCE, JAPAN (2009) online disponível em www.customs.go.jp/toukei/info/index Arquivo capturado em 4 de maio de 2009.

MINSKY, H. P. **Stabilizing an unstable economy**. New Haven: Yale University Press, 1986.

MORJON, B. OPHÈLE, R. VINDON, E. e WEBER PIERRE, F. (2008). **“The macroeconomic impact of banking crises”** Focus No.2-5 December. Banque de France.

MOTONISHI, TAIZO, e HIROSHI YOSHIKAWA, (1999), **“Causes of the Long Stagnation of Japan during the 1990s: Financial or Real?”** Journal of the Japanese and International Economies, Vol. 13 (September), pp. 181–200.

MUHLEISEN, MARTIN, (2000), **“Too Much of a Good Thing? The Effectiveness of Fiscal Stimulus,”** in Post-Bubble Blues: How Japan Responded to Asset Price Collapse, ed. by Tamim Bayoumi and Charles Collins (Washington: International Monetary Fund).

NAGATANI, YASUTAKA (1996), **Keizai kyoushitsu: Yakuwari hatashita** “keiki taisaku”, Nihon keizai Shinbun, 16 February 1996.

NAKASO, HIROSHI, 2001, **“The Financial Crisis in Japan during the 1990s: How the Bank of Japan Responded and the Lessons Learnt,”** BIS Paper No. 6 (Basel: Bank for International Settlements).

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (2011) **Statistics online** disponível em <http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode>. Arquivo capturado 28 de fevereiro de 2011.

ODA, NOBUYUKI, e KAZUO UEDA (2005), **“The Effects of the Bank of Japan’s Zero Interest Rate Commitment and Quantitative Easing on the Yield Curve: A Macro-Finance Approach,”** Bank of Japan Working Paper Series No. 05-E-6.

OHASHI, KAZUNARI, e MANMOHAN SINGH, 2004, **“Japan’s Distressed Debt Market,”** IMF Working Paper 04/86 (Washington: International Monetary Fund).

OREIRO, J. L. (2001). **“Bolhas, Incerteza e Fragilidade Financeira Uma abordagem pós-Keynesiana”** Disponível em: <http://www.joseluisoreiro.ecn.br/artacademicos.asp> Acesso em 4 Setembro. 2009.

PATINKIN, D. [1956] 1965. **Money, Interest, and Prices.** 2nd edition. New York: Harper & Row.

PEEK, JOE e ERIC S. ROSENGREN. 2004. **“Unnatural Selection: Perverse Incentives and the Misallocation of Credit in Japan.”** Revised version of NBER Working Paper No. 9643, August.

PEEK, J. (2004), **“The Japanese Banking Crisis: It’s Not Over Until the Fat Lady Sings,”** International Workshop on the Beginning of the New Growth Economic and Social Research Institute, Cabinet Office. Tokyo, Japan.

POSEN, ADAM (1998), **“Restoring Japan’s Economic Growth”**, Institute for International Economics, Washington, D.C.

REISMAN, G. (1996). **Capitalism: a Treatise on Economics.** JAMESON BOOKS, OTTAWA, ILLINOIS.

RICHARD, C.B. JOHNSON. (2008), **“O mito da armadilha da liquidez”**. Instituto Ludwig von Brasil, abril, 2008.

ROTHBARD, MURRAY. [1963] 2000, **America’s Great Depression.** Auburn, Ala: Ludwig von Mises Institute. Disponível em: <http://www.mises.org.br/Article.aspx?id=68> Acesso em 4 Abril. 2008.

SADAHIRO, AKIRA, 2005, **“Macro Economic Analysis in Japan’s Post-War Period”** (Tokyo: Toyokeizaishinposha).

SHIRAKAWA, MASAOKI, 2002, **“One Year Under ‘Quantitative Easing’,”** IMES Discussion Paper No. 2002-E-3 (Tokyo: Institute for Monetary e Economic Studies, Bank of Japan).

SIMONSEN, M. H.; CYSNE, R. P. **Macroeconomia.** 2.ed. São Paulo: Atlas, 1995.

SPIILIMBERGO, ANTONIO, STEVE SYMANSKY, OLIVIER BLANCHARD, e CARLO COTTARELLI, 2008, **“Fiscal Policy for the Crisis,”** IMF Staff Position Note 08/01 (Washington: International Monetary Fund).

SOMEL, C. 1992 **“Finance for growth: lessons from Japan”**. Unctad, n.44, jul

STANDARD e POOR'S, 2008, **“Japan’s Lost Decade Offers Lessons for Current Global Turmoil,”** Ratings Direct, December 7.

SVENSSON, LARS, E. O. (2006) **“Monetary Policy and Japan’s Liquidity Trap”** ESRI International Conference on Policy Options for Sustainable Economic Growth in Japan, Cabinet Office, Tokyo, September 14, 2005.

_____, (2003) **Escaping From A Liquidity Trap And Deflation: The Foolproof Way And Others.** NBER Working Paper Series, National Bureau of Economic Research, , Dec. 2003.

TAYLOR, JOHN B., 2001. **“Low Inflation, Deflation, e Policies for Future Price Stability,”** Monetary and Economic Studies, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, Vol. 19 (February), pp. 35–51.

TONOOKA. E. K. (2004) **“A década perdida da economia japonesa”.** Política Externa, vol. 12 nº 4, março/abril. Perspectiva de China e Japão na entrada do século XXI. São Paulo.

TERANISHI, J. (1991a) **“Finance and economic development in postwar Japan”.** Japan, The Institute of Economic Research, Hitotsubashi University, Tokyo.

_____, (1991b) **“Financial system reform after the war. Tokyo”**, The Institute of Economic Research, Hitotsubashi University.

TORRES Fº, E.T. (1992) **A Economia Política do Japão: Reestruturação Econômica e seus Impactos sobre as Relações Nipo-Brasileiras (1973-1990).** Tese de Doutorado defendida junto ao Instituto de Economia da UFRJ. Rio de Janeiro: UFRJ.

_____, (1997) **“A crise da economia japonesa nos anos 90: impactos da bolha especulativa”.** Revista de Economia Política, Vol. 17, nº. 1 (65), janeiro-março.

_____, **Japão: Características Estruturais da Crise Econômica Atual.** Rio de Janeiro, Mimeo., 2000.

UEDA, K. (2000). **“Causes of Japan’s Banking Problems in the 1990s,”** in Hoshi, T. and Patrick, H. (eds), Crisis and Change in the Japanese Financial System, 59-81, Kluwer Academic Publishers, Massachusetts.

_____, 2005. **“The Bank of Japan’s Struggle with the Zero Lower Bound on Nominal Interest Rates: Exercises in Expectations Management,”** CIRJE FSeries Paper No. CIRJE-F-375, Faculty of Economics, University of Tokyo.

VASCONCELLOS, M. A. S.; LOPES, L.M. (Org). **Manual de Macroeconomia: nível básico e intermediário.** 2.ed. São Paulo: Atlas, 2000.

VATTIPALL KASHYAP (2004), **“Banking Crisis in Japan”** General Economics and Teaching. Disponível em: <http://ideas.repec.org/p/wpa/wuwpgt/0411001.html>, 28 Fevereiro. 2011.

VINER, A. (1987) **“Inside Japan’s financial markets”.** Great Britain, The Economist Publications.

WERNER, RICHARD. A. (2004), **“Why has Fiscal Policy Disappointed in Japan? – Revisiting the Pré-Keynesian View on the Ineffectiveness of Fiscal Policy”** Sophia University, Tokyo and Southampton UK. E51, E62,H30,H60,O42. janeiro 2004.

WILSON, D. (2000) **“Japan’s Slow-Down: Monetary versus Real Explanations”**, Oxford Review of Economic Policy, vol. 16, issue 2, p. 18-33, 2000.

YOSHITOMI, MASARU (1996), **Keizai Kyoushitsu: Kouzouakaji no teichaku fusege**, Nihon Keizai Shinbun, 26 February.

ZENDRON, Patrícia (2006) **Instituições Bancárias, Concessão de Crédito e Preferência pela Liquidez: Três Ensaio na Perspectiva Pós-Keynesiana**. Tese de Doutorado defendida junto ao Instituto de Economia da UFRJ. Rio de Janeiro: UFRJ.

ZYSMAN, J. (1983) **Governments, markets and growth – financial systems and the politics of industrial growth**. New York, Cornell University Press.

APÊNDICES

Apêndice A – desregulamentação das taxas de juros no Japão

Controle das taxas de juros

A temporária Interest Rate Adjustment Law (TIRAL), introduzida em 1947, permitia ao Ministério das Finanças do Japão (MOF) convocar o conselho de política do Banco do Japão (BOJ), para criar, revisar ou abolir limites máximos de juros para as instituições financeiras. O conselho de política definia os limites máximos, reunindo-se com o conselho de administração dos juros (que incluía representantes da indústria, MOF e do BOJ). A TIRAL permitiu ao BOJ o desenvolvimento de diretrizes para os limites máximos das taxas de depósitos (depósitos a prazo, taxa de poupança fixa, poupança parcelada, depósitos a vista, depósitos para pagamento de impostos, depósitos ordinários, depósitos especiais) e sobre as taxas de empréstimos de curto prazo (e sobre as taxas de títulos descontados, cuja soma era superior a um milhão de ienes e cujo prazo de vencimento inferior a um ano). A TIRAL foi aplicada aos bancos da cidade, bancos regionais, trust banks, bancos de crédito de longo prazo, shinkin bancos (cooperativas financeiras regionais), Norinchukin Bank (banco de cooperação da área agrícola, pesca e cooperativas florestais), cooperativas de crédito, bancos do trabalho, e cooperativas agrícolas (os bancos shinkin, as cooperativas agrícolas e as cooperativas de crédito foram, contudo, isentos dos regulamentos sobre as taxas de empréstimos). Instituições financeiras governamentais eram isentas da TIRAL.

Como resultado do controle das taxas de juros, havia uma baixíssima variação dos juros entre as instituições financeiras. Após o fim dos controles sobre as taxas de empréstimos em 1959, a federação dos banqueiros do Japão introduziu um sistema que definia as taxa de empréstimos de curto prazo entre a taxa oficial de desconto e os limites impostos pela TIRAL. Esse sistema foi abolido em abril de 1974, quando a lei contra o monopólio foi reforçada. Contudo, na prática, o banco no qual o presidente da federação dos banqueiros do Japão servia anunciava suas taxas de juros e os outros bancos seguiam o exemplo. Para as taxas de empréstimos de longo prazo, não havia restrições formais. No entanto, a taxa “prime” de longo prazo, cobrada na energia elétrica e outras *blue-chip companies* (empresa que na maioria das vezes eram financeiramente sólidas e faziam investimentos de baixo risco) pelos bancos de crédito de longo prazo, trust banks e companhias de seguro, era publicamente anunciada e funcionou como base para outras taxas. Essas taxas raramente variavam nas instituições de crédito.

Desregulamentação

Em 1979, os certificados de depósitos (CDs) foram introduzidos e isentos da TIRAL. Quando foram introduzidos pela primeira vez, foi exigido que suas emissões fossem de no mínimo 500 milhões de ienes e de maturidade entre 1 a 6 meses. Seguindo as recomendações do acordo Japão-EUA, para o câmbio iene/dólar, na comissão *ad hoc* de maio de 1984, houve uma aceleração da desregulamentação das taxas de depósitos (CDs), começando com grandes depósitos. Em março de 1985, os depósitos a prazo com taxas de juros de mercado foram introduzidos. Embora eles não fossem isentos da TIRAL, os limites máximos de suas taxas eram altos, o suficiente para os bancos fixarem suas taxas com as dos CDs. Em outubro de 1988, grandes depósitos (estes instrumentos foram inicialmente restritos aos depósitos superiores a 1 bilhão de ienes e de maturidade superior a 3 meses e menor que 2 anos) foram introduzidos e isentos da TIRAL.

A maturidade e as exigências dos CDs, depósitos a prazo e grandes depósitos foram afrouxadas no final da década de 1980. Em junho de 1989, os depósitos a prazo com taxas de juros de mercado foram introduzidos em nível de varejo, com o montante mínimo de 0,5 milhão de ienes. O montante mínimo requerido foi gradualmente reduzido e finalmente abolido. Em outubro de 1993, foi permitido a instituições depositárias introduzirem depósitos com taxas flutuantes e de maturidade acima de 3 anos. A fim de separar os bancos comuns dos bancos de crédito e de longo prazo, os bancos comuns foram proibidos de aceitarem depósitos com prazo superior a um ano. Os bancos comuns foram autorizados a introduzir depósitos com maturidade de um ano e meio, em 1971, os com maturidade de dois anos, em 1973, e aqueles com maturidade de três anos, em 1981. Finalmente, em setembro de 1994, todos os controles das taxas de juros sobre as taxas de depósitos foram retirados.

Fonte: Kanaya e Woo (2000).

Apêndice B – Membros dos seis maiores Keiretsu*

Tipo	Mitsui 24 empresas	Mitsubishi 21 empresas	Sumitomo 21 empresas	Fuyo 29 empresas	Sanwa 40 empresas	Dai-Ichi Kangyo 45 empresas	Part/ setor***
City Bank	Mitsui Bank	Mitsub. Bank	Sumit. Bank	Fuji Bank	Sanwa bank	Dai-Ichi K. Bank	40,50%
Trust Bank Seguradora	Mitsui Trust Taisho F&M	Mitsub. Trust Tókió F&M	Sumit. Trust Sumit. F&M	Yasuda Trust Yasuda F&M	Toyo Trust	Tansei F&M Nissan F&M	52,70%
Seguro/Vida	Mitsui Life	Meiji Life	Sumit Life	Yasuda Life	Nippon Life	Asahi Life Fokoku Live	56,70%
Comércio	Mitsui Bussan Mitsukoshi	Mitsub. Corp.	Sumit. Corp.	Marubeni	Nissho Iwi** Nichimen Iwatani Takashima	C. Itoh Nissho Iwai** Kanematsu-Gosho Kawasho	66,70%
Construção	Mitsui Constr. Sanki Engeen.	Mitsub. Constr.	Sumit. Constr.	Taisei Constr.	Ohbayashi Toyo Constr. Sekisui House	Shimizu Constr	23,10%
Real Estate	Mitsui R. Est. Toray	Mitsui Est. Mitsub. Rayon	Sumit. R. Est.	Tokyo Build. Toho Rayon Nisshin Spinn.	Unitica		55,10%
Fibras e Têxteis							40,30%
Química	Mitsui Toatsu Mitsui Petrol.	Mitsub. Chem. Mitsub. Petroch. Mitsub. Monst. Mitsub. Gas Mitsub. Plastics	Sumit. Chem. Sumit. Bakelite	Showa Denko Nippon O&F Kureha	Sekisui Chem. Ube Industries Hitachi Chem. Teijin Fujisawa Kansai Paint TokuyamaSoda TanabeSeiyaku	Denki Kagaku K. Nippon Zeon Asahi Chem. Sankyo Shiseido Lion Corp. Asahi Denka	43,30%
Óleo e Carvão	Mitsui Mining Hokkaido Coll.	Mitsub. Oil	Sumit. Coal Min.	Toa Nenryo	Maruzen Oil	Showa Oil	45,00%
Vidro e Cimento	Onoda Cement	Asahi Glass Mitsub.Min/Ce m	Nip. Sheet Glass Sumit. Cement	Nippon Cement	Osaka Cement	Chichibu Cement	48,80%
Papel	Oji paper	Mitsub. Paper		Sanyo- Kokusaku		Honshu Paper	37,70%
Aço	Jap. St. Works	Mitsub. Steel	Sumit. Metal	Nippon Kokan	Kobe Steel** Nakayama St. Hitachi Metais Nisshin Steel Hitachi Cable	Kawasaki Steel Kobe Steel** Japan M&C	52,70%
Metais não- Ferrosos	Mitsui M&M	Mitsub. Metal Mitsub. Alum.	Sumit. M&M Sumit. Electr. Sumit. Light Met. Sumit. Alum.	Kubota Nippon P. M. Nissan Motors	NTN Toyo B. Hitachi Shipb. Shin Meiwa Dahatsu Mot.	Nippon Light Met. Furukawa Furukawa Electr.	56,00%
Maquinário Geral e de Transportes	Toyota Motors Mitsui Shipb.	Mitsub. Heavy Mitsub. Kakoki Mitsub. Motors	Sumit. Heavy			Nigata Engineer Kawasaki Heavy (H) Heavy Ind. Isuzu Motors Iseki Ebara corp. Hitachi Corp.**	45,50%
Máquinas Elétricas e de Precisão	Toshiba	Mitsub. Electric Nippon Kogaku	Nippon Electric	Hitachi Corp.** Oki Electric Yokogawa Elec. Cânon Showa	Hitachi Corp.** Owatsi Elect. Sharp Nitto Electric	Fujitsu Fuji Electric Yasukawa Electric Nippon Columbia Asahi Optical Kawasaki Kisen Shibusawa Wareh.	39,30%
Ind. Naval Warehous.	Misui – OSK Mitsui Wareh.	Nippon Yusen Mitsub. Wareh.	Sumit. Warehous.		Yamashita-SH		58,70% 33,90%
Outras	Nippon Flour	Kirin Beer	Sumit. Forestry	Nisshin Flour Sapporo Beer	Ito Ham Toyo Rubber	Yokohama Rubber Korakuan Stadium	

Nippon Reizo Tobu Railroad Keihin Railr.	Nittsu* Hankyu Railr Oriental Lease	Nittsu* Nippon KKSec	n.d.
--	---	-------------------------	-------------

Notas: * reúne apenas membros do Conselho de Presidentes

** empresas que pertencem a mais de um Conselho de Presidentes

*** participação nas vendas totais das empresas listadas na Bolsa de Tóquio

Fonte: GERLACH (1989), apud LEVI (1996: 5 e 6).

Apêndice C – Estrutura do sistema financeiro japonês (década de 1980)

Tipo de Instituição	Número de Instituições
Banco Central (Banco do Japão BOJ)	1
Bancos Comerciais*	77
Grandes Bancos Comerciais (City Banks)	13
Bancos Comerciais Regionais	64
Instituições de Crédito de Longo Prazo	10
Bancos de Longo Prazo (Long-Term Credit Banks)	3
Bancos de Negócios (Trust Banks)	7
Instituições Financeiras para Pequenos Negócios	1.072
Bancos Mútuos de Poupança e Empréstimos (Sogo Banks)	72
Associações de Crédito (Shinkin Banks) **	538
Cooperativas de Crédito	461
Banco Central para Cooperativas Comerciais e Industriais (Shoko Chukin Bank)	1
Instituições Financeiras para Agricultura, Pesca e Atividade Florestais***.	8.274
Banco Central Cooperativo p/ Agricultura e Ativ. Florest. (Norinchukin Bank)	1
Cooperações Agrícolas	8.273
Companhias Seguradoras	40
Companhias de Seguro de Vida	20
Companhias de Seguro (outros)	20
Instituições Financeiras que operam com Securities	506
Securities Companies	503
Securities Finance Companies	3
Instituições Financeiras Públicas***	16.244
Sistema de Poupança Postal (Maruyru)	16.234
Japan Development Bank	1
Export-Import Bank	1
Cooperativas para Financiamentos Especiais (Koko)	8

Fonte: Teranishi (1991), Viner (1987) e Bank of Japan, Economic Statistics annual (1992).

Notas: * exclui bancos comerciais estrangeiros.

** exclui associações de crédito para trabalhadores.

*** instituições que centralizam os recursos captados pelas agências dos correios.