

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

## O Estouro da Bolha Especulativa e a Longa Recessão no Japão

Fábio Bichmacher  
Matrícula nº. 108018757

ORIENTADOR: Prof. Ernani Torres Filho

Dezembro 2013

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

## O Estouro da Bolha Especulativa e a Longa Recessão no Japão

---

Fábio Bichmacher  
Matrícula nº. 108018757

ORIENTADOR: Prof. Ernani Torres Filho

DEZEMBRO 2013

*As opiniões expressas neste trabalho são da exclusiva responsabilidade do autor*

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço a toda a minha família e amigos por tudo que fizeram por mim ao longo da minha vida. Principalmente, agradeço a meus pais e irmão, que sempre estiveram ao meu lado. Agradeço, também, ao Instituto de Economia da UFRJ, que proporcionou todo o aprendizado necessário para minha formação como economista e especialmente ao professor orientador Ernani Torres por todo os ensinamentos ao longo da minha formação e para realização desse trabalho de fim de curso.

## **RESUMO**

A economia japonesa prosperou de 1953 até 1992 quando foi interrompida pelo estouro de uma bolha especulativa financeira. Esse trabalho tem como objetivo explicar como uma das maiores economias capitalistas dos mundo entrou em uma crise extremamente longa cujos efeitos perduram até hoje. Crises tão longas são muito raras na história, de modo que, o caso japonês é muito estudado até hoje como um caso único, principalmente no que tange à respostas a crises.

Para entender qual a melhor estratégia de combate a crise nesse caso precisamos entender as especificidades do estouro da bolha especulativa na economia japonesa. Para isso foi feita uma revisão da literatura recente a respeito do tema com objetivo de analisar o estouro da bolha especulativa, os motivos que levaram a economia à uma recessão tão longa e a estratégia de combate a crise adotada pelo governo japonês.

Palavras-chave: crise financeira especulativa, recessão, Japão

## ÍNDICE

<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>7</b>
<b>CAPÍTULO I: O ESTOURO DA BOLHA ESPECULATIVA.....</b>	<b>8</b>
I.1 Antecedentes Históricos .....	8
I.2 Fatores que Possibilitaram a Crise.....	11
I.3 Estouro da Bolha .....	12
<b>CAPÍTULO 2: A LONGA RECESSÃO.....</b>	<b>14</b>
II.1 A Recessão .....	14
II.2 Um Caso de <i>Balance Sheet Recession</i> .....	16
II.3 O <i>Balance Sheet Recession</i> e a Espiral Deflacionária.....	19
II.4 Análise sob a ótica de Flow of Funds.....	21
<b>CAPÍTULO 3: REAÇÕES DO GOVERNO.....</b>	<b>28</b>
II.1 A Política Fiscal de 1992 à 1996.....	28
II.2 A Política Fiscal de 1997 à 2000.....	28
II.3 A Política Fiscal de 2001 à 2007.....	30
II.4 Analisando a Reação a Crise.....	30
II.5 A Política Monetária.....	32
<b>CONCLUSÃO .....</b>	<b>34</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....</b>	<b>36</b>

## INTRODUÇÃO

O Japão tornou-se em 1968, a segunda maior economia capitalista depois dos Estados Unidos. Muitos justificaram o sólido crescimento da economia japonesa pelo sucesso de suas instituições e políticas econômicas. Esse período de prosperidade foi, entretanto, seguido por uma valorização explosiva dos preços dos ativos e, já nos anos 90, o estouro de uma bolha especulativa mudou a história do Japão.

Esse evento não foi o primeiro e nem será o último de uma crise gerada por um estouro de uma bolha especulativa financeira. O que torna o caso do Japão especial foi que a recessão que se seguiu foi de longa duração. Seus efeitos perduram até hoje. Episódios assim são extremamente raros na história mundial. Por isso, houve vários estudos que tomaram o Japão como um exemplo do que não se fazer durante uma crise, principalmente no que tange à reação por parte do governo.

Nesse trabalho serão apresentadas as raízes da crise da economia japonesa pós 1989, os motivos que levaram uma recessão tão longa e a reação por parte do governo local. O objetivo desse trabalho não é fazer o debate entre diferentes visões a respeito da estratégia usada pelo governo japonês, mas sim apresentar a perspectiva de um autor específico, Richard Koo, e sua resposta fiscalista para a crise japonesa.

Para tanto, o texto foi dividido em três partes. No primeiro capítulo será feita uma contextualização histórica da bolha especulativa japonesa e os eventos históricos que, aliados a fatores técnicos-financeiros, levaram a recessão dos últimos 15 anos.

No capítulo seguinte será visto como a economia se comportou durante a recessão. Será realizada uma análise das especificidades do caso japonês e a explicação com base no conceito de “*balance sheet recession*” formulado pelo economista Richard Koo (Koo, 2008). Posteriormente, será apresentado como a economia funcionava em termos setoriais a partir da ótica dos fluxos de fundos macroeconômicos (*flow of funds accounts*), que ajudará na compreensão dos motivos pelos quais o governo seguiu uma linha de combate a crise baseado, principalmente, na política fiscal.

Por fim, no último capítulo serão apresentadas as reações do governo à crise em termos de políticas econômicas.

## CAPÍTULO I: O Estouro da Bolha Especulativa

### I.1 Antecedentes Históricos

Podemos começar a discussão dos antecedentes históricos da crise econômica japonesa a partir de 1979. Nesse ano, os EUA elevou a taxa de juros para o maior nível de sua história, cerca de 15% ao ano até 1982. Nos anos seguintes, embora tenham acontecido reduções nas taxas nominais, pela inflação baixa, as taxas de juros reais continuaram elevadas. O efeito direto disso foi a perda de competitividade externa das empresas americanas gerada por uma valorização do dólar. Houve ainda um aumento do déficit público americano de 1% do PIB para quase 5% PIB que impulsionou o crescimento da economia dos EUA. Como consequência desse cenário, os EUA passaram a acumular déficits comerciais, que logo se traduziram em déficits enormes na conta corrente.

Esse cenário de crescimento, juros altos, e câmbio valorizado favoreceu as exportações de indústrias estrangeiras, principalmente a do Japão e da União Européia. O Japão passou a acumular enormes superávits comerciais (Tabela 1,1) e em conta corrente, que vieram a tornar o Japão em 1985, o maior credor líquido internacional.

**Tabela 1,1 – Evolução dos Saldos da Balança Comercial do Japão e dos EUA**

Saldo da Balança Comercial (USD bilhões)			
	Estados Unidos	Japão	Estados Unidos - Japão
1979	-35,9	-7,5	-28
1980	-31,4	-10,9	-21
1981	-34,6	8,6	-43
1982	-38,4	6,9	-45
1983	-64,2	20,5	-85
1984	-122,4	33,5	-156
1985	-133,6	46,7	-180
1986	-155,1	83,2	-238
1987	-170,3	80,2	-251
1988	-137,1	77,6	-215
1989	-129,1	64,2	-193
1990	-123,4	52,2	-176

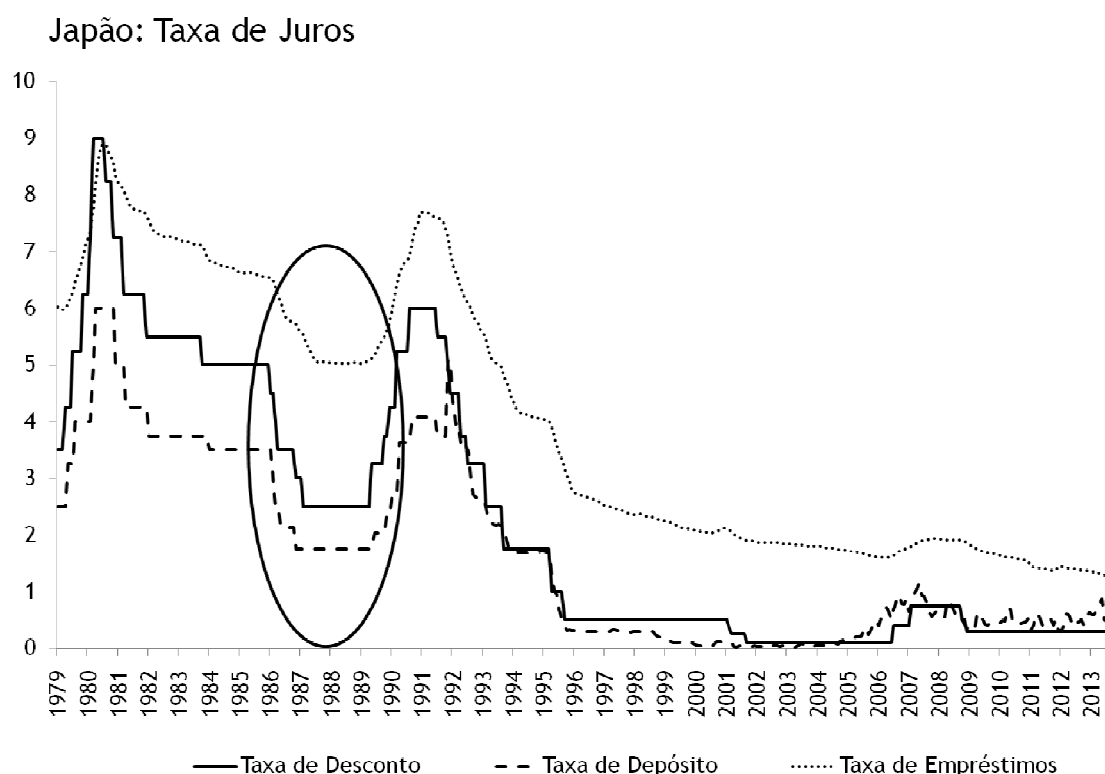
Fonte: FMI, World Economic Outlook, Outubro 2013 - Elaboração Própria do Autor

Essa situação levou a uma reação por parte do governo americano. A queda em sua taxa de juros e como consequência, uma desvalorização do dólar. Isso ficou acordado no episódio conhecido como Acordo de Plaza em 1985. Nessa oportunidade

foi decidida pela desvalorização gradual (conhecida como *soft landing*) do dólar. O Japão sofreu um choque de câmbio (ficou conhecido como *endaka*). O iene valorizou-se de cerca de 240 ienes por dólar para por volta de 130 em 1987. Como consequência, observou-se uma redução no crescimento econômico japonês justificada em grande medida por um desempenho mais fraco dos setores exportadores, que tiveram grande redução de seus lucros.

Em resposta, o governo do Japão estimulou o crescimento da demanda interna, como forma de compensar as perdas dos setores exportadores. O Banco Central do Japão (BOJ) tornou a política monetária expansionista, reduzindo a taxa de redesconto de 5% (1986) para 2.5% (1987). A política gerou frutos positivos. O consumo privado e o investimento, com destaque para novas moradias, ganharam momento. A atividade voltou a se recuperar, deixando para trás os problemas causados pela valorização do iene.

**Gráfico 1,1 – Análise das Taxas de Juros**



Fonte: CEIC e FMI - Elaboração Própria do Autor

Infelizmente, para a economia japonesa, os efeitos da política monetária não pararam por aqui. A política monetária expansionista permitiu que empresas afetadas de

forma negativa pelo *endaka* conseguissem, via arbitragem, algumas compensações financeiras. Com a redução dos juros no Japão e taxas nos EUA rodando em torno de 6.5% ao ano, geraram-se diferenciais a favor da tomada de recursos em ienes para aplicação em ativos denominados em dólar (compensando a expectativa de valorização do iene), o que ajudou na reciclagem de parte do excesso de oferta de dólares. Nesse ambiente, surgiu o *Zaitech*, termo usado para descrever atividades de arbitragem conduzidas por empresas não financeiras. Diversas as empresas passaram a recorrer a ganhos não operacionais advindos de atividades especulativas no que tange a câmbio e juros. As empresas utilizaram dessas ferramentas especulativas para compensar perdas reais que foram geradas pela valorização do iene.

Ao mesmo tempo, as baixas taxas de juros estimularam a tomada de posições alavancadas em ativos domésticos, principalmente imóveis e ações.

Segundo Torres (1997, página 12): “O processo especulativo, uma vez em andamento, criou condições de sua própria reprodução em escala ampliada. A valorização dos ativos ocasionava um crescimento no patrimônio dos investidores. Esse capital adicional aumentava a capacidade de endividamento das empresas junto ao setor bancário, já que no Japão os empréstimos são, geralmente, garantidos por ações ou terras. Muitas empresas faziam, então, uso desse potencial de alavancagem financeira para carrear ainda mais recursos para as bolsas e para o mercado imobiliário, ampliando ainda mais o valor desses ativos, o que realimentava o processo”

Observou-se, assim, a criação de um processo especulativo que gerava condições para sua reprodução envolvendo a alavancagem de diversas empresas e investidores. Os índices econômicos passaram a apresentar grande melhora em 1988 com a produção industrial voltando a crescer, com uma recuperação do setor exportador, empresas retomando seus planos de investimento e as famílias voltando a consumir (bens duráveis, por exemplo). Havia a percepção de que o pior momento da economia já havia ficado para trás e que o Japão estava diante de um novo ciclo de crescimento guiado principalmente pela força da demanda interna.

Diante desse cenário, o governo chegou à conclusão de que era hora de lidar com a bolha especulativa.

## **I.2 Fatores que possibilitaram a crise**

Houve vários fatores que direta ou indiretamente tiveram participação no desenrolar da crise.

O primeiro a ser destacado foi a estratégia agressiva por parte das instituições financeiras. Esse comportamento foi, em grande parte, justificado pela desregulamentação financeira da economia e pela redução da rentabilidade das instituições financeiras. No início da década de 80, controles sobre as transações de capital foram removidos, as taxas de juros e depósitos foram desreguladas e novos instrumentos financeiros surgiram. Isso permitiu às empresas maior independência em relação aos bancos. Como consequência, os bancos passaram a enfrentar competição do setor financeiro não bancário e acabaram perdendo grande parte de seus clientes tradicionais. Em resposta os bancos aumentaram seus empréstimos para as pequenas empresas, que tinham tido, até a desregulamentação, grande dificuldade em conseguir crédito, e para empresas do setor de imobiliário.

Esse aumento de empréstimos para empresas do setor imobiliário gerou condições para o *boom* de preços nos mercados comerciais e residenciais. A valorização das propriedades acabou por aumentar o valor patrimonial das pequenas e médias empresas e das famílias, e como os empréstimos eram condicionados pelo valor das garantias oferecidas, o volume dos mesmos eram aumentados ainda mais, criando um processo de valorização autossustentável.

Um segundo fator que merece grande destaque foi a política monetária implementada a parte da segunda metade da década de 80. A taxa oficial de redesconto foi reduzida até chegar à 2.5% em 1987, nível que permaneceu por 2 anos (mesmo com o crescimento robusto da atividade). A política acomodativa se justificou pela necessidade de contribuir para as políticas monetárias coordenadas internacionalmente para promover a estabilização do dólar principalmente após o acordo do Louvre em fevereiro de 1987. O acordo do Louvre reuniu o G6 (França, Alemanha, Japão, Canada, US e UK) para discutir formas de estabilizar a moeda internacional (dólar). Nesse acordo ficou decidido que o Japão reduziria o juro e seu superávit da balança comercial. Com juros mais baixos e a facilidade de se conseguir empréstimos, a demanda interna se aqueceu ainda mais, ajudando a inflar o preço dos ativos, principalmente imobiliários.

Um terceiro fator está relacionado à questão da disciplina na economia, ou seja, da regulação. Esses mecanismos que deveriam ter freado os impulsos especulativos de instituições financeiras, firmas e indivíduos, não funcionaram de forma eficiente. Até a década de 80, o sistema bancário japonês conseguia “disciplinar” as empresas que tinham alta dependência do financiamento bancário. Desde então essa dependência em relação ao sistema bancário foi limitado pelo aumento das possibilidades de financiamento através do mercado de capital. Dessa forma o sistema de governança corporativa, no que tange a regulação e supervisão que ajudam no controle de riscos financeiros, que havia existido ao longo do pós-2ª Guerra deixou de existir.

Por último vale ressaltar o aumento da confiança dos agentes na economia japonesa. A economia japonesa performou bem ao longo da década de 1980. Além disso, observava-se um Japão mais forte no mercado financeiro internacional, com uma expansão de seu superávit da conta corrente e uma expansão das empresas japonesas no exterior, a despeito do *endaka*. No último trimestre de 1989 cerca de 41% dos empréstimos internacionais eram fornecidos por japoneses. O Japão tinha se tornado o maior credor do mundo. Além disso as empresas japonesas eram líderes em tecnologia industrial e tornaram-se um centro financeiro internacional.

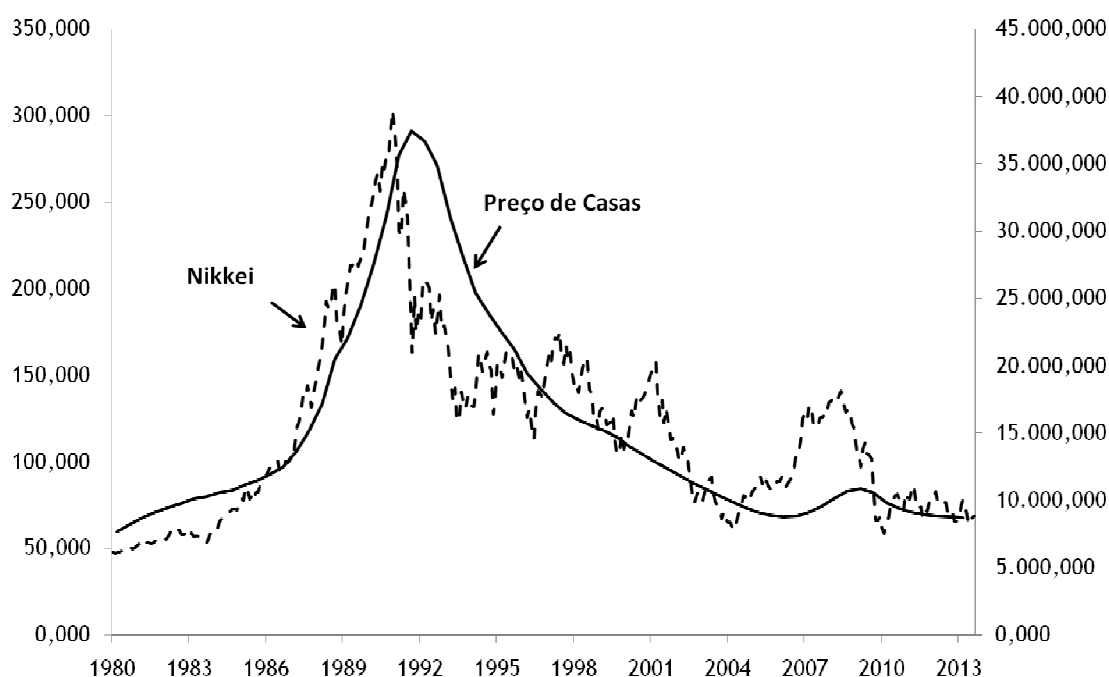
Concluí-se, assim, que não é possível destacar apenas um evento ou motivo técnico para explicar a formação da bolha japonesa. É necessário ter uma visão geral, dos efeitos econômicos e financeiro ocasionados pelos eventos internacionais junto a fatores domésticos que “abriram” espaço para a crise nascer e se reproduzir.

### **I.3 O estouro da Bolha**

Para se entender a magnitude da bolha criada no Japão é importante citar alguns dados. O índice Nikkei saltou de cerca de 13.000 no fim 1985 para próximo a 40.000 em 1989. O preço das terras já começou a acelerar desde 1983 e o valor que era estimado em US\$ 4,2 Tri em 1985 subiu para US\$ 18,4 Tri em 1990. O Gráfico 1,2 permite observar tanto a alta da bolsa quanto a alta dos preços das terras, assim como a queda fulminante dos dois com o estouro da bolha.

## Gráfico 1,2 – Análise do *Crash da Bolha*

Japão: Preço de Casas e Índice Nikkei



Fonte: CEIC - Elaboração Própria do Autor

Em uma primeira tentativa de combater a bolha o governo japonês adotou uma política creditícia restritiva. O banco central aumentou sua taxa de redesconto de 2,5%, em 1989, para 6,0% em 1990. Como não houve resposta por parte da bolsa e do mercado imobiliário, o ministério das finanças decidiu no início de 1990 ordenar que os bancos limitassem empréstimos a imóveis. Só então a bolha estorou. Podemos observar no Gráfico 1,2 acima como a bolsa despencou e o pânico se instalou nesses mercados. O mercado imobiliário demorou um pouco mais para ceder mas logo os preços começaram a declinar. O índice Nikkei caiu de seu nível máximo de próximo a 40.000 para próximo a 28.000 em 4 meses e para abaixo de 20.000 em 1992.

Com o estouro da bolha, o preço de terras comerciais do Japão caíram 87% desde o seu pico em 1991. O Japão perdeu cerca de 1,500 Tri de ienes com o estouro da bolha especulativa. Para se ter uma idéia de magnitude, isso significava algo próximo a 3 anos de PIB perdidos.

## CAPÍTULO II: A longa recessão

### II.1 A recessão

Uma primeira explicação para a recessão japonesa pós 1989 , é que o fenômeno se deveu a problemas estruturais. Uma economia com problemas estruturais geralmente apresenta grande déficit externo, inflação alta, moeda desvalorizada, e juros altos que acaba por retirar dos agentes o estímulo de investir na economia real. Nesse cenário, dificilmente a política monetária ou fiscal conseguem reacender a economia.

A economia japonesa nos últimos 15 anos manteve os juros de curto e longo prazo baixos e a balança comercial foi fortemente superavitária (até 2007). Os preços estiveram em trajetória deflacionista e seu câmbio valorizado. Os produtos japoneses eram fortemente demandados em todo o mundo, menos no mercado doméstico. O problema no Japão não foi uma questão de oferta, mas sim de demanda.

Segundo Koo (2008, pagina 18): *“In short, for the past fifteen years Japan has been trapped in a set of circumstances that are the opposite of those faced by US twenty-five years ago. There has been more than enough supply but not enough demand, So while structural problems did exist, they should not be blamed for the long recession.”*

**Tabela 2,1 – Evolução da Inflação, Saldo Comercial e Taxas de Juros Reais no Japão**

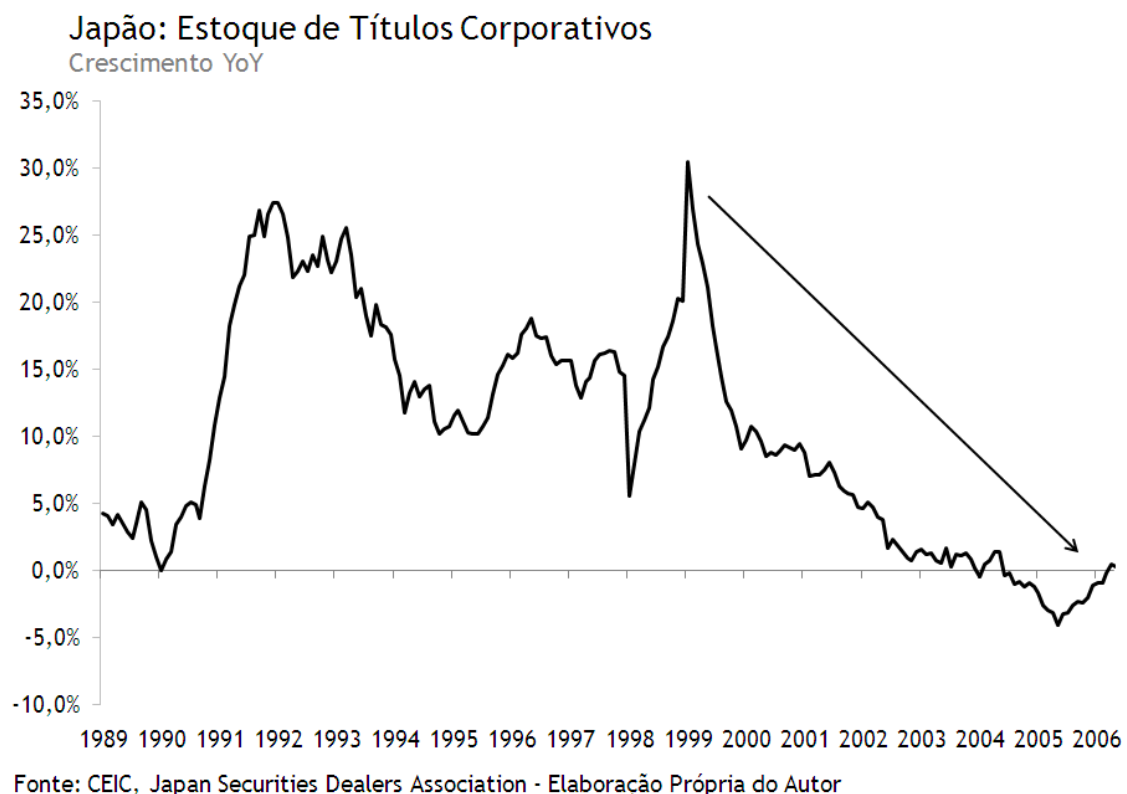
<b>Dados Macroeconômicos Japoneses</b>			
	<b>Inflação (%)</b>	<b>Saldo da BC (USD mn)</b>	<b>Juros Real</b>
1980	7,8	-10.855	2,8
1985	2,0	46.663	5,5
1990	3,0	52.212	4,5
1995	-0,1	107.231	4,3
2000	-0,7	99.786	3,4
2005	-0,3	79.929	3,0
2010	-0,7	77.347	3,8

Fontes: IMF e World Bank - Elaboração Própria do Autor

Uma segunda explicação foi que a crise se deveu em grande parte pela situação do setor bancário. Esse argumento é fundamentado principalmente na ideia de que problemas no setor bancário geraram uma crise de crédito na economia em que pessoas e firmas teriam suas demandas por recursos rejeitadas pelos bancos. Caso esse cenário tivesse ocorrido, o normal seria as empresas recorrerem à emissão de títulos como forma de financiamento o que não foi observado no caso da recessão japonesa, já que a

emissão de dívida no mercado seria o substituto mais próximo do empréstimo bancário. Olhando o Gráfico 2,1 pode se observar que houve uma desaceleração no estoque de títulos desde 1999. Outro argumento usado para negar a ideia de uma crise estrutural do setor bancário, é que normalmente, se os bancos domésticos fossem incapazes de prover os empréstimos demandados pelos cidadãos devido a seu capital inadequado ou grande quantidade de ativos “podres”, os bancos estrangeiros deveriam entrar na economia para cobrir esse *gap*. Entretanto, isso não foi observado no caso Japonês.

**Gráfico 2,1 – Problemas bancários não foram os grandes causadores da longa recessão**



O argumento relacionado a “erros” de política monetária e fiscal exige mais complexidade e entendimento da economia japonesa. Antes de discutir a reação do governo será apresentado o que foi a recessão japonesa e quais foram os fatores que levaram a economia a uma recessão tão longa, de acordo com autor Richard Koo (2008).

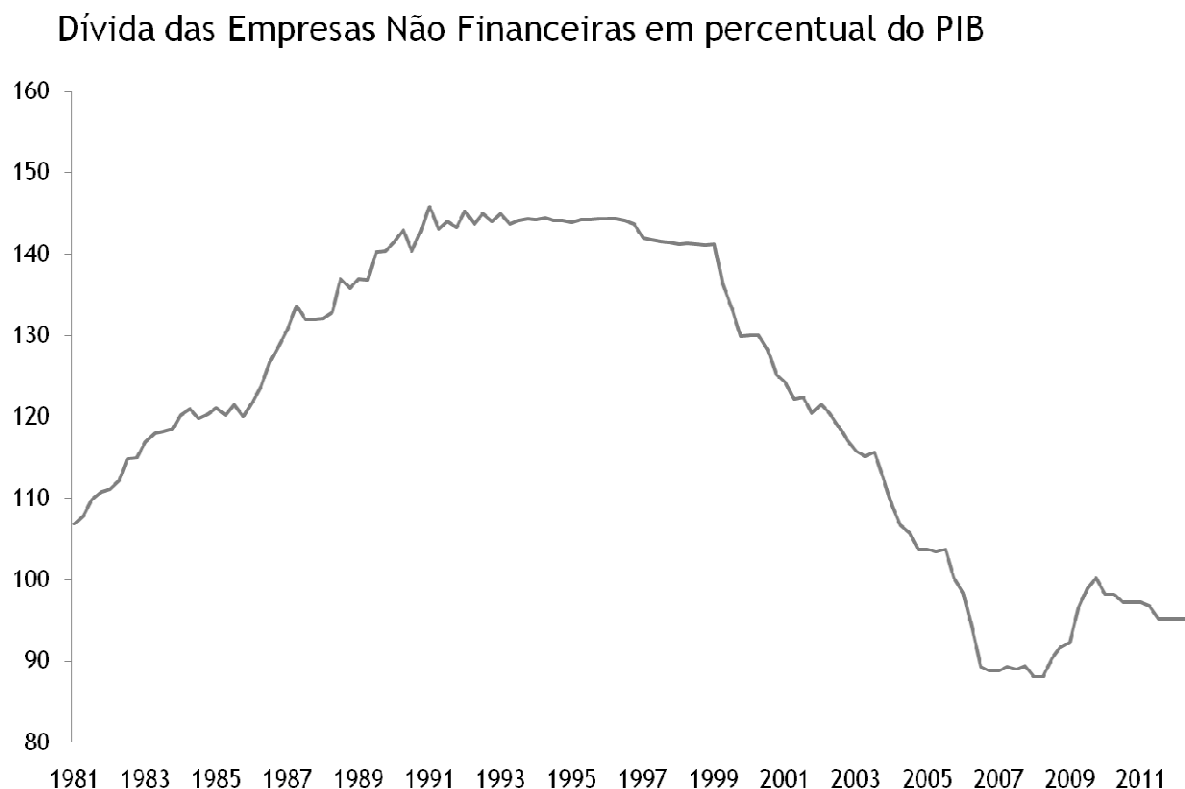
## **II.2 Um Caso de *Balance Sheet Recession***

A partir de 1995, as empresas japonesas em conjunto pagaram liquidamente suas dívidas enquanto a taxa de juros estavam zero. Qual é o problema com isso? Quando uma pessoa investe dinheiro em uma firma, espera que essa consiga investir esse capital de modo a gerar lucro. O investidor tem assim a expectativa de obter algum ganho por meio de pagamento de juros e dividendos.

Assim, as empresas existem porque sabem ganhar dinheiro melhor do que outros indivíduos e entidades. Do ponto de vista microeconômico, aquelas que estão pagando dívida em um ambiente de juros zero não deveriam se manter em funcionamento. Teriam que sair do mercado e devolver o dinheiro de seus acionistas. De acordo com a teoria convencional isso acontece porque uma empresa que não consegue encontrar um bom uso para capital, mesmo quando os custos de financiamento se encontram zerados, não deveria continuar operando. Desse ponto de vista, uma empresa que se mantém, não só recusando financiamento, mas como também, procurando pagar sua dívida, em um ambiente de juros e inflação próximos de zero, é um caso extremamente raro que não se adequa aos preceitos de racionalidade das teorias econômicas convencionais.

Observa-se que esse foi exatamente o que se passou no Japão. A partir de 1995 as empresas japonesas começaram a pagar liquidamente os empréstimos que já haviam tomado anteriormente e recusar novos empréstimos, “ignorando” a taxa de juros em zero.

**Gráfico 2,2 – Empresas pagando suas dívidas a partir de 1995**



Fonte: CEIC - Elaboração Própria do Autor

Koo (2008) defende que quando firmas que deveriam estar buscando financiamento para aumentar suas operações, param de pegar empréstimos e passam a pagar suas dívidas já existentes, acabam fazendo a economia reduzir a demanda efetiva em duas frentes. Uma pelo lado do ofertante, porque as empresas não estão reinvestindo seu fluxo de caixa. E pelo lado do setor corporativo que porque não pegam mais empréstimos e deixando de reciclar a poupança gerada pelas famílias. É justamente essa perda de demanda que fez a economia japonesa entrar em recessão tão prolongada.

O questionamento agora, é por que as empresas, que deveriam estar buscando financiamento e expandindo suas operações, passaram a recusar novos empréstimos e pagar suas dívidas? A resposta está no estouro da bolha especulativa. O valor dos ativos japoneses desabaram por mais de uma década, o que acabou tendo efeitos extremamente negativos sobre o balanço corporativo das empresas.

A magnitude da piora do balanço das empresas é algo que vale a pena ressaltar. Não estamos falando de empresas que tiveram um leve desequilíbrio em seus balanços e de poucas dívidas a serem pagas. Exemplificando a situação, se uma empresa adquiriu,

antes de 1980, uma propriedade que tinha um valor próximo a 10 bilhões de ienes, alguns anos após a bolha essa terra custaria algo próximo a 1 bilhão de ien. Essa perda de valor não se deu, no entanto, de forma equivalente com a sua dívida. Supondo que essa empresa pegou um financiamento de algo próximo a 9 bilhões de ienes para adquirir a terra e que passado o mesmo número de anos havia pago cerca de 2 bilhões de ienes, agora em seu balanço ela teria uma terra de valor de 1 bilhões de ienes e um empréstimo a ser liquidado de algo próximo a 7 bilhões de ienes. Em outras palavras, o passivo das empresas superou muito os seus ativos, gerando assim, um elevado patrimônio líquido negativo.

Em termos técnicos, quando o passivo de uma empresa supera seus ativos, essa empresa está falida. O que aconteceu no Japão, entretanto, não foi um caso típico de falência. Em um caso normal de falência, uma empresa percebe que seus produtos não estão vendendo bem no mercado e que os custos de manter o negócio não estão compensando. Eventualmente, os retornos das empresas se tornam negativos e ela é obrigada a declarar falência.

No caso do Japão, o que aconteceu foi algo completamente diferente do caso comum. As empresas acumulavam o maior superávit comercial do mundo, de forma que fica bem claro que os consumidores ao redor do mundo ainda estavam extremamente interessados nos produtos japoneses. Disso, concluímos que as empresas japonesas ainda tinham a capacidade e a tecnologia necessária para produzir produtos atrativos para o mercado.

Seus lucros continuavam altos e o fluxo de caixa das empresas continuava positivo. Mesmo assim, muitas empresas continuavam com um patrimônio líquido negativo.

Qual o comportamento normal para uma empresa nessa situação? Usaria seu fluxo de caixa positivo para pagar o mais rápido possível sua dívida. O que se observou portanto foi um evento em que o objetivo da firma passou a ser minimizar a dívida e não maximizar o lucro no curto prazo, como deveria acontecer. Enquanto a firma tem um fluxo de caixa positivo, ela é capaz de pagar seus empréstimos antigos até o ponto em que seu passivo será reduzido a um nível considerado normal. A partir desse momento a firma voltaria a lógica convencional maximizadora de lucro.

Alguns pontos interessantes levantados por Koo (2008) é que esse processo tende a acontecer de forma silenciosa. Se os agentes descobrirem o furo no balanço das empresas e se a mídia reportasse o estado insolvente de tal firma, seu *rating* de crédito se tornaria pior e os bancos poderiam parar de conceder novos empréstimos a tais empresas.

Além disso, um outro ponto pouco comentado mas extremamente relevante, é que as empresas no final da década de 80 já estavam com altos níveis de alavancagem, maiores que por exemplo, empresas dos Estados Unidos ou da União Européia. O alto nível de alavancagem se justifica, em parte, pelas altas taxas de crescimento dessas empresas e a rápida valorização dos ativos.

Koo (2008) defende que as firmas agirem em silêncio não é algo errado, embora possa ser visto como “desleal”. Partindo do pressuposto que não há nenhum problema estrutural com essas empresas, como por exemplo, uma questão de tecnologia inferior, um gerenciamento ruim ou até mesmo uma falta de demanda pelos produtos, a questão da dívida, dado o *cash flow* positivo da empresa, seria resolvido. Era só uma questão de tempo. Pode-se inferir que os agentes não gostariam de saber que seus ativos já não tinham valor, e que seus investimentos tornaram-se *non performing loans*, já que era só uma questão de tempo até que seus problemas fossem solucionados.

### **II.3 O *Balance Sheet Recession* e a Espiral Deflacionária**

É preciso ter em mente que, no caso japonês, não foi apenas uma empresa isoladamente que, devido a queda no preço dos seus ativos e a permanência da dívida alta, foi obrigada a começar a pagar suas dívidas. Foi o setor privado como um todo. Praticamente todas as grandes empresas passaram por esse processo, e isso, por sua vez, afetou a economia inteira.

Em uma economia normal, os bancos são os intermediários no processo de transferência da poupança das famílias para as empresas. Supondo que uma família com 100 ienes de renda gaste cerca de 90 ienes e sobre 10 ienes. Os 90 ienes que essa família despendeu se tornam renda para alguma outra família e continua a circular na economia. Os 10 ienes restantes são depositados no banco e são emprestados a uma empresa que

vai gastá-lo na economia. Dessa forma todos os 100 ienes de renda da família continuarão circulando na economia, gerando 100 ienes de gastos.

Supondo que não existam tomadores de crédito suficientes para esses 10 ienes restantes da poupança das famílias. Os bancos vão, então, tentar reduzir a taxa de juros cobrada nos empréstimos como uma forma de atrair um maior número de tomadores. Agora, algumas empresas e pessoas que, antes, estavam na dúvida se tomavam empréstimos quando a taxa de juros estava mais alta, acabarão por tomar o empréstimo e assim os 10 ienes restantes poupados pelas famílias continuarão circulando na economia. O raciocínio contrário também é válido. Se houver muitos tomadores de crédito, a competição aumentará e os bancos subirão as taxas de juros de modo que alguns possíveis tomadores de crédito mais hesitantes, sairão da disputa.

Entendido como essa dinâmica funciona em uma economia normal, cabe analisar a economia japonesa e entender porque esse mecanismo não funcionou de forma normal. No Japão, não existiam empresas dispostas a tomar crédito mesmo com a taxa de juros em zero. As empresas estavam se movendo de forma coletiva para pagar suas dívidas, independentemente do patamar da taxa de juros. Nessas condições, os 10 ienes poupados pelas famílias não seriam emprestados nem usados, ficariam parados nos bancos como depósitos bancários. Assim, apenas 90 ienes dos 100 ienes iniciais, serão gastos e se tornarão renda para outra família.

Supondo, agora, que a próxima família também gaste apenas 90% de sua renda. Dos 90 ienes de renda dela, ela gasta apenas 81 ienes, poupando 9 ienes. Novamente, pelo mesmo processo, esses 81 ienes se tornarão renda para uma outra família, e esses 9 ienes ficarão parados nos bancos como depósitos bancários já que não existem tomadores interessados. Outra família receberia 81 ienes de renda e pouparia cerca de 8.1 ienes e apenas gastaria 72.9 ienes, que se tornariam renda para outra família e assim por diante.

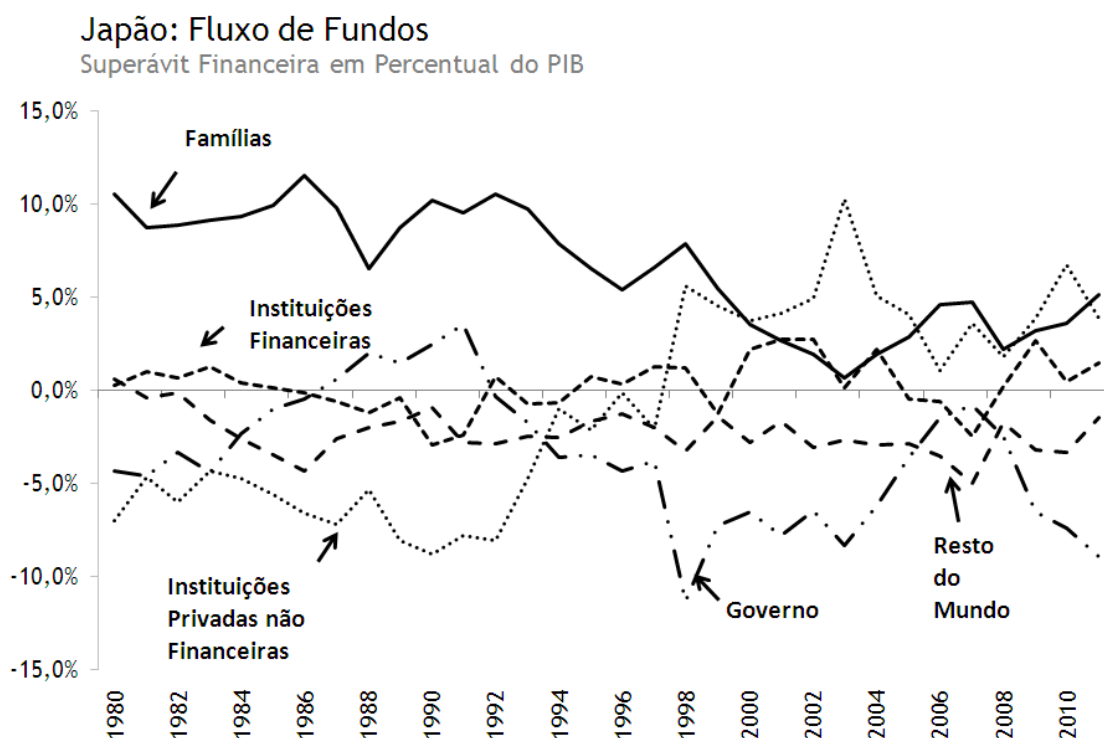
Observa-se que a economia entra em uma espiral deflacionária, o que acaba por diminuir o preço dos ativos e faz os ativos das empresas diminuírem de valor ante seus passivos. Esse processo acabado tornando ainda mais difícil para as empresas pagarem suas dívidas e corrigirem o problema em seus balanços.

Koo conclui então que, embora seja a atitude correta e responsável para uma firma agir dessa forma, visando pagar suas dívidas, quando todas as firmas se movem coletivamente para pagar suas dívidas acaba levando a economia a uma situação de deflação. Esse é um dos maiores problema gerados por uma *balance sheet recession*.

## II.4 Análise de Contabilidade de Fluxo de Fundos (*Flow of Funds Account*)

Será apresentado agora uma análise fundamentada na contabilidade de fluxo de fundos. A partir dela serão apresentados os responsáveis pela sustentação da demanda por crédito nos últimos 15 anos. Os dados de fluxo de fundos permitem analisar quais foram os setores poupadores e quais os setores gastadores na economia. No Gráfico 2,3 pode-se observar o comportamento de 5 setores da economia japonesa: as famílias; o governo; as instituições privadas não financeira; as instituições financeira e o resto do mundo (compilado como uma função das demais de modo a soma das séries sempre ser zero). Caso o ponto esteja acima de zero o setor é poupador líquido, caso contrário é investidor líquido.

**Gráfico 2,3 – Análise sob a ótica dos Fluxos de Fundos**



Fonte: Banco Central do Japão (BOJ) - Elaboração Própria do Autor

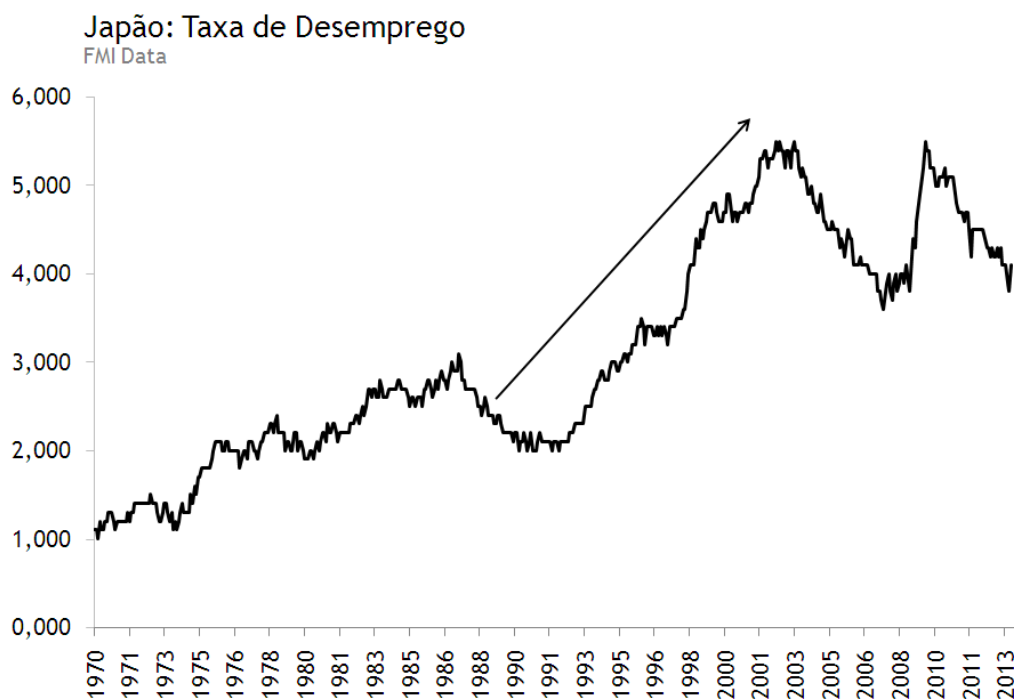
Para analisar como o Japão se destacou em termos da composição de poupadores em sua economia, é preciso, primeiro, explicar como deveria funcionar a composição em uma economia dita “ideal”.

Em uma economia “ideal” espera-se que o setor das empresas (instituições não financeiras corporativas) seja o setor investidor líquido, as famílias sejam o setor poupador líquido, e que os demais setores estejam próximos a zero. Analisando o Gráfico 2,3, é interessante nota-se que antes do estouro da bolha, a economia japonesa estava muito próxima da situação ideal. Em 1990, o setor das famílias estava no pico, ou seja, altamente poupador líquido. O setor corporativo estava no vale, ou seja, altamente investidor líquido. Nesse caso, o governo era levemente poupador líquido e o resto do mundo levemente investidor líquido. Concluímos então que o Japão estava com alta taxa de poupança, investimento, superávit na conta corrente e fiscal.

Após o estouro da bolha o que aconteceu com a composição de poupança e do investimento? A resposta é que a economia deixou seu estado “ideal”. O estouro da bolha e os problemas relacionados a crise no balanço corporativo das empresas fez com que as empresas começassem a pagar suas dívidas ao invés de investir. Isso pode ser observado no Gráfico 2,3, onde já em 1998 as empresas se tornaram poupadoras líquidas. As empresas não só deixaram de tomar crédito como começaram a usar de seu próprio fluxo de caixa para pagar suas dívidas. Se somarmos os setores corporativos não financeiros ao setor de instituições financeiras contabiliza-se uma perda de demanda privada de cerca de 20% do PIB de 1990 a 2003.

Quanto ao comportamento das famílias, é interessante notar que após o estouro da bolha passaram a poupar menos. Isso acontece por que, com o estouro da bolha no Japão, o desemprego aumentou bastante (olhar Gráfico 2,4) e os salários foram reduzidos. Poupar, portanto, tornou-se mais difícil. Antes de 1990, com a prosperidade econômica japonesa, as famílias investiram na educação de seus filhos e compraram casas financiadas por empréstimos bancários. Com o estouro da bolha, embora os salários tenham se reduzido e empregos tenham sido perdidos, as famílias precisavam continuar pagando as mensalidades das escolas e o financiamento da casa própria. Muitas precisaram usar de suas poupanças para lidar com esses gastos. Com uma perda de renda das famílias devido ao aperto do mercado de trabalho, a poupança agregada do setor se reduziu.

**Gráfico 2,4 – Aumento dos desemprego pós estouro da bolha**



Fonte: FMI - Elaboração Própria do Autor

Em termos econômicos as mudanças no comportamento do setor público merecem ainda mais destaque que o setor das famílias. A partir de 1992, o governo passou a sofrer com déficit fiscal. No governo, surgiu o consenso de que o melhor a se fazer era implementar um estímulo fiscal, com construções de rodovias e pontes, já que, acreditava-se na época, que a economia passava por um problema cíclico e que em pouco tempo voltaria a se recuperar.

O governo financiou-se pela emissão de títulos públicos e aumentou seus gastos correntes. Recapitulando o exemplo utilizado no tópico II.3, no qual as famílias poupavam cerca de 10 ienes, agora o governo estaria “pegando emprestado” esses 10 ienes e gastando (o que anteriormente ficaria parado no banco). Dessa forma, garantia que para cada 100 ienes de renda na economia existiriam 100 ienes de gastos (sendo 90 da família e 10 do governo). Acreditava-se, assim, que a economia se estabilizaria com esse estímulo fiscal.

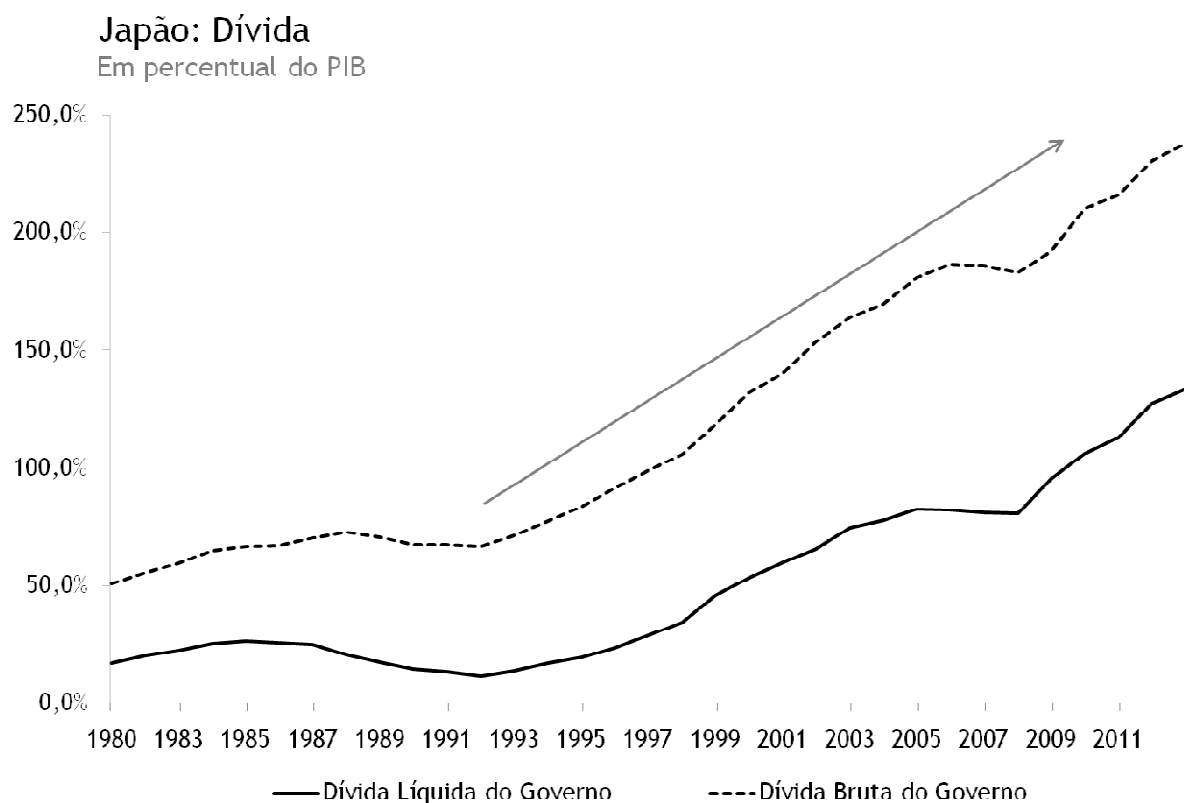
Em um primeiro momento, acreditou-se que o estímulo fiscal de 2,2% do PIB em 1992 fosse eficiente e que a economia estava recuperada. No ano seguinte, no entanto, a economia voltou a se deteriorar. Esse estímulo acabou por ter um efeito

temporário pois as empresas não tiveram tempo suficiente para “limpar” suficientemente seus balanços corporativos.

Segundo Koo (2008), no caso japonês esperava-se que uma empresa levasse no mínimo 5 anos para limpar seu balanço corporativo, podendo até ser mais. De modo que em 2 anos, as empresas continuaram se movendo em direção ao pagamento da dívida. Dessa maneira, o setor corporativo não voltaria a demandar essa poupança do setor das famílias até que seus problemas de balanço estivessem completamente resolvidos. Assim, a economia japonesa “exigiria” que todo ano fosse gerada uma nova rodada de estímulo fiscal para que o governo cobrisse a lacuna deixada na demanda pelo setor corporativo.

No Gráfico 2,5, observa-se como o esforço para cobrir a lacuna deixada pelo setor corporativo e sustentar o crescimento do PIB mesmo com a enorme perda de renda nacional da economia, acabou por gerar um aumento explosivo da dívida do Japão. Como consequência da política fiscal expansionista, o Japão acumulou um enorme déficit. Sem a política fiscal, no entanto, o PIB teria despencado. Por meio de sua política fiscal, o governo conseguiu evitar uma grande queda do PIB e da qualidade de vida no Japão.

**Gráfico 2,5 – Aumento da dívida durante a recessão**



Fonte: FMI - Elaboração Própria do Autor

Vale ressaltar que não foi só a política fiscal que possibilitou ao Japão evitar um grande colapso na economia. Em 1997, o governo, diante dos problemas bancário, anunciou que garantiria todos os depósitos. Essa garantia ajudou a evitar um pânico que acabaria por dificultar ainda mais a situação da economia.

Até agora a discussão foi muito focada na política fiscal. É preciso, analisar também onde se encaixa uma outra ferramenta usada pelo governo japonês: a política monetária.

Para Koo (2008), a política monetária diante de casos de *balance sheet recessions* perde sua utilidade. No caso japonês, observa-se que durante a maior parte do período, a taxa de juros ficou próxima de zero e aparentemente, isso não gerou nenhum resultado eficiente em termos de estímulo a economia. Em uma crise de balanço corporativo há uma redução no número de tomadores potenciais de crédito. Para que a política monetária funcione de forma eficiente, no entanto, é necessário que exista demanda por crédito no setor privado.

Supondo um caso comum de política monetária, caso o banco central perceba a economia superaquecida, a autoridade monetária aumenta a taxa de juros, de modo que demandantes de crédito potenciais acabam por desistir de tomar crédito, reduzindo assim a demanda pelo mesmo. Caso a economia esteja fraca, no entanto, o banco central reduz a taxa de juros de modo a aumentar o número de pessoas demandantes por crédito.

No caso japonês, como foi analisado anteriormente, não só não existiam demandantes por crédito, mas como também, os demandantes estavam pegando empréstimos para pagar dívida, mesmo com a taxa de juros já próxima de zero. Percebe-se, assim, um cenário, em que, independente de onde a taxa de juros se localiza (alta ou baixa), as empresas não estavam interessadas em tomar crédito. A economia parou de responder a política monetária.

A maior crítica ao modo como o governo japonês lidou com a recessão foi que caso o banco central japonês tivesse aumentado a oferta monetária com injeção de liquidez a economia teria se recuperado.

Em uma economia normal, o banco central, por meio de compra de títulos públicos ou de empresas, fornece liquidez aos bancos comerciais. Os bancos comerciais usam dessa liquidez para fazer novos empréstimos. Os tomadores de crédito usam desses empréstimos para aumentar seus gastos que eventualmente tornam-se renda para outro indivíduo. Esse indivíduo vai depositar parte do dinheiro no banco, que manterá certo dinheiro de reserva e emprestará o restante, que será novamente gasto virando renda para outro indivíduo e assim por diante. Esse processo acaba por expandir o sistema bancário. A soma desses depósitos com a moeda em circulação é chamada de oferta monetária, e para os casos “normais”, um aumento da oferta monetária permitiria ao setor privado aumentar seus gastos, o que deveria estimular a economia.

Aplicando ao caso japonês, observa-se um cenário completamente diferente. A economia só seria estimulada se existisse demanda por crédito na economia. Caso não existam demandantes potenciais, a oferta monetária não vai apresentar crescimento pois os depósitos não vão sair do sistema bancário. Para Koo (2008) o efeito no caso japonês pode ser inclusive o contrário do multiplicador monetário: *“Companies and households typically pay down debt by withdrawing money from their bank accounts. So when the*

*entire private sector is paying down debt, bank deposit lessen and the money supply contracts.*” (Koo, 2008, página 31).

É curioso observar, no entanto, que a oferta monetária no Japão se expandiu desde 1998. Essa expansão da oferta monetária foi puxada pelo setor público e não pelo setor privado. Disso, podemos concluir que a política monetária do Japão esteve de certa forma dependente da própria política fiscal, já que o aumento da demanda por crédito por parte do governo acabou por gerar aumento da base monetária, enquanto o setor privado estava gerando contração da mesma.

Os *policy makers* do Banco Central do Japão foram alvo de críticas por não terem feito o suficiente em termos de política monetária, mas Koo (2008) conclui que, sem demandantes de crédito no setor privado, a única forma de estimular a oferta monetária se daria pela demanda do governo.

Entendida a importância da política fiscal e as limitações da política monetária em casos de *balance sheet recession*, e principalmente, no caso Japonês, é importante entender como foi conduzida essa política fiscal, e os erros e acertos da mesma.

## **CAPÍTULO III: Reações do Governo**

### **III.1 Política Fiscal de 1992 à 1996**

O período de 1992 à 1996 foi caracterizado pela primeira reação do governo de grande proporção aos efeitos negativos do estouro da bolha especulativa na economia. Nesse período, o governo não hesitou em usar pacotes de estímulo fiscal. O primeiro anúncio veio em 1992, com um pacote de 10 trilhões de ienes, o que equivalia a 2,2% do PIB naquela época. O segundo e o terceiro pacotes vieram em 1993 e representavam cerca de 5% do PIB. O quarto foi introduzido em fevereiro de 1994 e representava 3% do PIB. O quinto veio em setembro de 1995, representando quase 5% do PIB. No todo, atingiram quase 59,6 trilhões de ienes (olhar Tabela 3,1).

Como resultado, o orçamento do governo, que em 1990 representava um superávit de 2% do PIB, em 1995 se converteu em um déficit de quase 5% do PIB. Em 1996 os resultados desses estímulos já podiam ser observados. O PIB do Japão cresceu cerca de 2,7% e ao que tudo indicava, esse ano marcaria o ano da recuperação da economia japonesa.

Segundo Cazacu (2009), ao longo do período começou a surgir a preocupação quanto ao crescimento do déficit do governo, o que fazia os *policy makers* se questionarem a respeito da política fiscal que vinham implementando. Em 1994 a economia cresceu 1,1%, em 1995 cresceu 2% e em 1996 apresentou crescimento de 2,7% do PIB. Com o PIB dando sinais de recuperação, principalmente em 1996, os *policy markers* começaram a dar mais peso a questão do crescimento do déficit. Em 1996, o Ministério das Finanças (MOF) resolveu abandonar e reverter sua política fiscal.

### **III.2 Política Fiscal de 1997 à 2000**

O ano de 1997 iniciou-se com o consenso de que a economia japonesa já estava recuperada da crise, de forma que agora, a preocupação geral seria com o déficit do governo. Ao longo de 1997, o governo japonês sofreu forte influência para perseguir a consolidação fiscal devido as preocupações do mercado, tanto doméstico quanto externo, com o nível do endividamento do governo japonês. Após 5 anos de fortes pacotes de estímulos fiscais, o primeiro ministro Hashimoto lançou um plano que ficou conhecido como “*Fiscal Structural Reform*” que incluía uma série de reformas no

orçamento. O plano deveria durar de 1998 à 2000, para trazer disciplina fiscal ao governo.

Já em 1998, a economia entrou em nova recessão com crescimento negativo de -2%. O fim da política fiscal expansionista aliada a crise asiática, ajudaram a gerar uma recessão. O próprio Hashimoto decidiu abandonar a política fiscal contracionista e voltar para uma política fiscal expansionista para “salvar” a economia. Foram aprovados três programas de estímulos que representavam cerca de 9,8% do PIB.

Com as eleições de 1998, subiu ao poder Obuchi que no início de seu governo tentou utilizar de medidas envolvendo cerca de 3,25% do PIB em financiamento para bancos para recuperar a economia. Na prática, no entanto, a deterioração da economia continuou. A administração de Obuchi optou então por um pacote de estímulo fiscal adicional de cerca de 10 trilhões de ienes para tentar restaurar a confiança na economia. Somando o pacote instaurado pela administração de Hashimoto (que foi aplicado a economia) com os pacotes lançados por Obuchi, totalizou-se cerca de 8% do PIB, onde 6,2% do PIB se davam só em estímulos fiscais. Esses estímulos permitiram ao PIB crescer cerca de 2,3% no ano fiscal de 1999. Esses pacotes possibilitaram uma recuperação da economia e um ganho de momento já em 1999/2000.

Esse cenário de recuperação econômica puxado por uma política fiscal expansionista mudou, entretanto, com o episódio de 11 de setembro e a bolha tecnológica de 2001 nos EUA. Esses episódios acabaram por mostrar que a política fiscal realizada até o momento poderia ter sido insuficiente. Nesse período a administração de Obuchi deu lugar a administração de Koizumi que estava preocupada em grande parte com o enorme déficit fiscal e via necessidade de agir em direção a consolidação fiscal, mesmo com a economia passando por um mal momento.

**Tabela 3,1 – Evolução dos pacotes de estímulo fiscais**

<b>Fiscal</b>			
	<b>Estímulos Fiscais (%PIB)</b>	<b>Dívida Pública (%PIB)</b>	<b>Crescimento do PIB</b>
1990	0	67%	5,6%
1991	0	66%	3,3%
1992	2,2	71%	0,8%
1993	5	77%	0,2%
1994	3,06	83%	0,9%
1995	5,7	91%	1,9%
1996	0,2	99%	2,6%
1997	9,8	105%	1,6%
1998	6,2	118%	-2,0%
1999	3,95	132%	-0,2%
2000	0,5	140%	2,3%

### **III.3 Política Fiscal de 2001 à 2007**

O bom momento da economia nos anos de 1999/2000 foram interrompidos por episódios no exterior, como o estouro da bolha tecnologia em 2001 e o 11 de setembro. Para lidar com a desaceleração da economia, o governo lançou dois pacotes em 2002 que, diferente da maior parte dos pacotes dos anos anteriores, não focavam em estímulo fiscal. O primeiro pacote era fundamentado em reformas relacionadas a criação de emprego e seguridade social, e o segundo, em lidar com reformas estruturais. A ideia era conseguir levantar a confiança por meio de incentivos ao setor privado sem fazer uso de um fiscal expansionista.

De forma geral, desde 2002 a economia japonesa iniciou um período de crescimento e recuperação. Em 2002 o PIB cresceu 0,3%, em 2003 cresceu 1,4%, em 2004 cerca de 2,7%, em 2005 cresceu 1,9%, em 2006 cerca de 2,4% e em 2007 2,1%. Embora tenha apresentado um crescimento já razoável, de forma geral, continuou bem inferior ao de outras potências mundiais como a zona do euro e os EUA.

### **III.4 Analisando a reação à crise**

Conclui-se com a análise, que o combate à crise japonesa nunca foi feito de forma consistente. O Japão manteve sua política fiscal expansionista durante alguns períodos, como 1992-1996 e 1998-2000, mas logo que a economia começava a dar sinais de

recuperação, a política fiscal era abandonada. No Japão, a política fiscal foi usada como um “empurrão” de curto prazo para a economia e assim que sinais, ainda que prematuros, na economia real apareciam, a política fiscal era deixada de lado.

Koo (2008), defende que foi a hesitação das autoridades japonesas de realizarem uma política fiscal consistente que tornou tão árdua a recuperação da economia japonesa. *“Due to the lack of understanding on the part of Japanese authorities about the critical power of fiscal policy in maintaining aggregate demand during times of recession, the result was that as soon as the economy showed signs of recovery, the stimulus was cut in order to address the debt problem. However, this stop-and-go approach did not allow for a sustainable recovery, in particular the recovery of private sector balance sheets. The interruption of fiscal support prolonged the recessions, at least by five years if not more. Premature withdraw of stimulus support resulted in subsequent economic downturn and in the end prolonged the duration of the Japanese Crisis”* (Koo 2008, pagina 166).

Durante todo o período de 1990 à 2007 a política fiscal foi sempre usada como uma ferramenta de estímulo no curto prazo mas nunca como estímulo a demanda agregada visando uma recuperação de longo prazo.

Segundo Koo (2008) a experiência japonesa deixa dois grandes ensinamentos. O primeiro que durante uma crise no balanço do setor privado (*balance sheet recession*), são necessários gastos do governo para substituir a demanda privada. O segundo que, além disso, é necessária a injeção de capital na economia, normalmente baseada na compra de ativos do setor privado por parte do governo. Isso possibilita uma maior receita para o setor privado e ajuda a evitar uma espiral deflacionária.

Quanto a primeira lição e conforme analisado nesse trabalho, se aplica ao caso em que um estouro de uma bolha causa danos enormes ao balanço corporativos do setor privado, onde os ativos perdem seu valor mas a dívida continua alta. Segundo Koo (2008) devido a ação do governo por meio de pacotes fiscais para aumentar os gastos e a renda do setor privado, o PIB do Japão cresceu (com exceção de 1998 e 1999), mesmo com a enorme perda de riqueza e com as empresas se movendo coletivamente para pagar suas dívidas.

A ideia é que a política fiscal deve permanecer expansionista até que o balanço das empresas seja reparado, a demanda agregada restaurada e as pessoas voltem a pegar empréstimos. Somente quando a economia atingir esse nível que o governo deve voltar suas preocupações as questões de consolidação fiscal.

A segunda lição está ligada diretamente a idéia de um combate ao aperto de crédito na economia em casos de *balance sheet recession*, que deveria se dar, principalmente, por meio de uma injeção de liquidez nos bancos. O grande problema em não injetar liquidez nos bancos é que, sem liquidez, os bancos vão continuar a cortar empréstimos para cumprir suas razões de capital e ativos (*capital-asset ratio*) ao invés de emprestar a economia real. No caso japonês, o governo aplicou injeções de capital aos bancos, de modo que o maior problema ficou por conta de política fiscal inconsistente.

Conclui-se dessa análise, que a reação à crise por parte do governo japonês foi de certa forma inconsistente, faltando compromisso dos *policy makers* com sua própria estratégia de combate a crise. O governo só deveria retirar seu estímulo fiscal quando o balanço corporativo do setor privado estivesse plenamente recuperado.

### **III.5 A política monetária**

Uma vez entendido a lógica da recessão japonesa e os motivos que levaram o governo a uma resposta a crise principalmente por meio de política fiscal, pode-se argumentar quanto a principal crítica a reação japonesa a crise: a política monetária.

Nas últimas décadas o governo japonês foi alvo de críticas pela sua falta de ação em termos de política monetária. Por volta de 1999 muitas foram as pressões para que o BOJ implementasse um política de expansão monetária conhecida como “*quantitative easing*” (QE). A partir de 2001, o governo cedeu às pressões, e em março de 2001 anunciou o QE. Durante o período de 2001 a 2006 o governo injetou cerca de 25 trilhões de ienes na economia e o resultado foi um aumento irrelevante na oferta monetária. A estratégia de QE falhou não só na recuperação econômica, mas como também, não evitou que os preços dos ativos continuassem a cair em 2003.

Alguns argumentaram que os recentes movimento de recuperação da economia se deram justamente pelo QE realizado mas Koo (2008) defendeu que na verdade o PIB voltou a crescer pois as empresas tinham acabado de limpar seus balanços corporativos.

Nas palavras de Koo (2008, página 87): *“For that to be true, however, events would have to unfold as follows: banks take advantage of increased liquidity to boost lending, which causes the money supply to expand, which in turn lifts GDP. In reality, GDP has rises despite sluggish growth in lending activity and the money supply. GDP is expanding now because companies that have finished repairing their balance sheets are starting to invest the cash flow that they had been using to pay down debt, and because exports are growing. Both factor are entirely unrelated to the Bank of Japan supply of liquidity.”*

Conclui-se, assim, que durante uma crise no balanço do setor privado são necessários gastos do governo para substituir a demanda privada e injeção de capital na economia, o que possibilita uma maior receita para o setor privado e evita uma espiral deflacionária.

## CONCLUSÃO

Nesse trabalho foram apontados os fatores por trás do nascimento e da reprodução da bolha especulativa financeira. A análise parte da reação do governo americano no Acordo de Plaza em 1985 que, com sua estratégia de *soft landing* (desvalorização gradual do dólar), acabou por gerar o *endaka* (forte valorização do iene) e consequente perda de competitividade das empresas japonesas. O estudo se desenvolveu até a decisão do governo japonês de usar de uma política monetária expansionista, no intuito de proteger essas empresas e a economia, que acabou por estimular a tomada de posições alavancadas, principalmente em ativos domésticos e atividade especulativas. Posteriormente foi apresentado como o BOJ decidiu lidar com a bolha, aumentando sua taxa de redesconto de 2.5%, em 1989, para 6.0% em 1990 e ordenando que os bancos limitassem empréstimos a imóveis. Finalmente, foi discutido o estouro da bolha especulativa e seus efeitos devastadores que fizeram o Japão perder cerca de 1,5 trilhão de ienes de riqueza.

No segundo capítulo foi feita a análise sob a ótica desenvolvida pelo economista Richard Koo (Koo, 2008) de *balance sheet recession*. Foi apresentado como o estouro da bolha especulativa acabou por gerar uma perda de valor dos ativos da economia, de modo que a maioria das empresas continuava com o fluxo de caixa positivo, mas ao mesmo tempo, com um patrimônio líquido negativo. Nesse cenário e com apoio da análise da contabilidade do fluxo de fundos, foi observado que o estouro da bolha e os problemas relacionados à crise no balanço corporativo das empresas fez com que as empresas comesçassem a pagar suas dívidas em vez de investir na economia. Concluiu-se que o setor corporativo não voltaria a demandar a poupança do setor das famílias até que seus problemas de balanço estivessem completamente resolvidos. Dessa maneira, a economia japonesa “exigiria” que o governo cobrisse a lacuna deixada na demanda pelo setor corporativo para sustentar o crescimento e o bem estar da economia.

Por meio dessa análise concluiu-se que a escolha do governo japonês de combate à crise por meio de política fiscal foi correta embora não tenha sido executada da melhor forma possível. A política fiscal foi sempre usada pelo governo japonês como

uma ferramenta de estímulo no curto prazo mas nunca uma ferramenta de estímulo à demanda agregada visando a uma recuperação de longo prazo. Conclui-se assim, que a reação do governo em termos de política fiscal foi inconsistente. Faltou compromisso dos *policy makers* com a sua própria estratégia de combate a crise, já que o governo por diversas vezes interrompeu seus pacotes de estímulo no primeiro sinal incipiente de recuperação da economia. O governo só deveria ter retirado seu estímulo fiscal quando o balanço corporativo do setor privado estivesse plenamente recuperado.

Dessa análise chegamos a duas importantes lições defendidas por Richard Koo (Koo, 2008) para casos de crise balanço corporativo do setor privado (*balance sheet recession*). A primeira, que em casos assim são necessários gastos do governo para substituir a demanda privada, até que os problemas de balanço das empresas estejam completamente resolvidos. A segunda, que junto aos gastos do governo, é necessária a injeção de capital na economia, possibilitando uma maior receita para o setor privado e evitando uma espiral deflacionária.

Embora existam diferenças estruturais, é interessante notar as semelhanças entre o caso da crise financeira americana de 2008/2009 e a crise Japonesa. As duas crises foram caracterizadas por um estouro de uma bolha de ativos na economia, com destaque para o setor imobiliário, trazendo grande perda de valor para o setor privado da economia e conseqüentemente, gerando a quebra de grandes empresas. O caso japonês deixou importantes lições no combate a crises, que devem ser estudadas e analisadas não só pelos *policy makers* americanos mas também por todos os outros bancos centrais. Afinal, com a crescente desregulamentação e globalização financeira, o caso japonês não foi o primeiro e provavelmente não terá sido o último, de crises geradas por estouro de bolha especulativa financeira.

## **REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS**

Board of Governors of the Federal Reserve System. International Finance Discussion Papers Number 729 June 2002. Preventing Deflation: Lessons from Japan's Experience in the 1990s Alan Ahearne, Joseph Gagnon, Jane Haltmaier, and Steve Kamin And Christopher Erceg, Jon Faust, Luca Guerrieri, Carter Hemphill, Linda Kole, Jennifer Roush, John Rogers, Nathan Sheets, and Jonathan Wright

Cazacu, Roxana. The Effectiveness of Fiscal Policy: Lessons from Japan 1990-2007, Mecpoc Scholar 2009

Conceição, T. Maria. O Desafio Japonês. Publicado na Folha de São Paulo em 15/12/96

European Central Bank, Working Paper NO 1258 Christiane Baumeister and Luca Benati Unconventional monetary policy and the great recession estimating the impact of a compression in the yield spread at the zero lower bound. 2010

IMF Pelin Berkmen, W. Raphael Lam, Chad Steinberg, and Kiichi Tokuoka. Japan 2011 ARTICLE IV CONSULTATION

IMF. Japan's Economic Crisis and Policy Options. Pages 107 – 122. 1998 ARTICLE IV CONSULTATION

IMF. Pelin Berkem, Bank of Japan's Quantitative and Credit Easing: Are They Now More Effective? 2012

IMF Akihiro Kanaya and David Woo. The Japanese Banking Crisis of the 1990s: Sources and Lessons, January 2000

Koo. C. Richards The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons From Japan's Great Recession, 2008 (John Wiley & Sons)

McCallum T. Bennett Japanese Monetary Policy, 1991–2001 Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly Volume 89/1 Winter 2003

MONETARY AND ECONOMIC STUDIES (SPECIAL EDITION)/FEBRUARY 2001.  
Kunio Okina, Masaaki Shirakawa, and Shigenori Shiratsuka The Asset Price Bubble and  
Monetary Policy: Japan's Experience in the Late 1980s and the Lessons

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

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

Patrick Hugh. The Causes of Japan's Financial Crisis. Center on Japanese Economy and  
Business Columbia University. September 1998

POWELL, Benjamin. Explicando a Recessão Japonesa. Disponível em Internet:  
<http://www.mises.org.br/Article.aspx?id=184> Acesso em 25/06/2013

TORRES FILHO, Ernani T. A crise da Economia Japonesa nos Anos 90 e a Retomada  
da Hegemonia Americana, In: TAVARES, M. C. E FIORI, J. (orgs), Poder e Dinheiro –  
Uma Economia Política da Globalização, Rio de Janeiro: Vozes, 1997

Ueda, Kazuo. "Causes of Japan's Banking Problems in the 1990s." Chap. 3 in Crisis  
and Change in the Japanese Financial System, editado por T. Hoshi and H. T. Patrick,  
59–81. Kluwer Academic Publishers. 2000

Ueda, Kazuo. Deleveraging and Monetary Policy: Japan Since the 1990s and the United  
States Since 2007. Journal of Economic Perspectives—Volume 26, Number 3—  
Summer 2012—Pages 177–202