



A CRISE DE MÚLTIPLAS FACES: ORIGEM E DESDOBRAMENTOS DA CRISE JAPONESA DOS ANOS 1990

Jonattan Rodriguez Castelli

Universidade Federal de Mato Grosso do Sul (UEMS)
e-mail:castellijonattan@gmail.com

Resumo

A crise financeira que assolou a economia japonesa nos anos 1990 ocupa um papel destacado na história das crises, em razão tanto de seu longo desdobramento quanto pelas diferentes explicações para sua origem. Este artigo possui como objetivo investigar as causas desta crise, apresentando seis explicações principais: i) a ausência de “boas instituições capitalistas” no Japão; ii) a existência de empresas zumbis; iii) o Japão estaria preso a uma armadilha de liquidez; iv) a crise decorre da apreciação do Iene; v) a crise japonesa é uma crise de balance sheet; vi) e a crise como resultado da maturidade do capitalismo japonês. Assume-se aqui que todas essas seis explicações se complementam. A crise japonesa, na sua essência, seria um caso de maturidade do capitalismo. Todavia, ela se apresenta na sua aparência em diversas formas, e cada uma dessas explicações enfatizam uma face dela.

Palavras-chave

Crise Japonesa; Crise de Balance Sheet; Armadilha de Liquidez; Maturidade do Capitalismo.

THE CRISIS OF MULTIPLE FACES: ORIGINS AND DEVELOPMENTS OF THE JAPANESE CRISIS OF THE 1990S

Abstract

The financial crisis that hit the Japanese economy in the 1990s plays a prominent role in the history of crises, both because of its long development and because of the different explanations for its origin. This article aims to investigate the causes of this crisis, presenting six main explanations: i) the absence of “good capitalist institutions” in Japan; ii) the existence of zombie companies; iii) Japan would be trapped in a liquidity trap; iv) crisis stems from the appreciation of the Yen; v) the Japanese crisis is a balance sheet crisis; vi) and the crisis as results of Japanese capitalism maturity. It is assumed here that all of six explanations complement each other. The Japanese crisis, in its appearance, it would be a case of capitalism maturity. However, its appearance presents in many ways, and each of those explanations emphasizes one face of it.

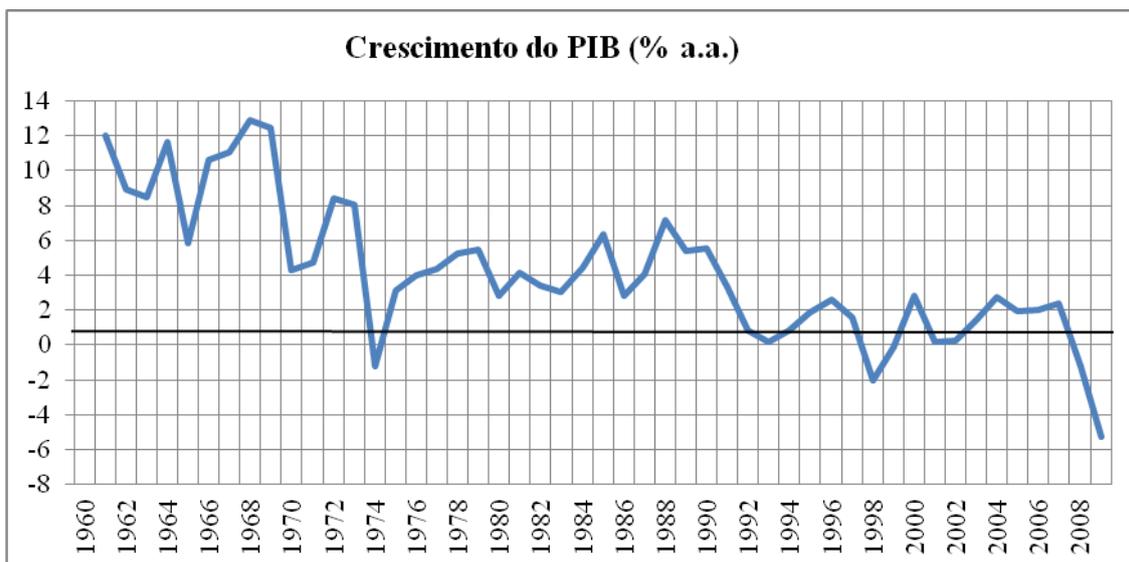
Keywords:	Japanese Crisis; Balance Sheet Crisis; Liquidity Trap; Capitalism Maturity.	
	Licença de Atribuição BY do Creative Commons https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/	Submetido em 02/11/2021 Aprovado em 03/11/2021 Publicado em 10/03/2022

INTRODUÇÃO

Durante muito tempo a trajetória da economia japonesa foi tomada como um exemplo de sucesso para aqueles países que almejavam se desenvolver. O acelerado processo de crescimento econômico japonês, *catching-up*, provocou diversos questionamentos sobre os limites de expansão do capitalismo e, chegou-se a aventar uma possível nova ordem mundial, na qual o Japão viesse a ocupar o papel de nação hegemônica, substituindo, assim, os EUA. Entre os anos 1953 e 1973, por exemplo, o Japão foi a economia que cresceu de maneira mais célere e constante – a ponto desse período ser denominado de “o milagre japonês”, onde a economia japonesa cresceu a uma taxa média de 9,4% a.a (TORRES FILHO, 1997a).

Entretanto, em 1991 se deflagrou uma grave crise financeira que devastou a economia japonesa, implicando em uma drástica redução na sua taxa de crescimento (como pode ser observada no gráfico 1), um déficit no balanço patrimonial de seus agentes econômicos e uma persistente estagnação de sua demanda agregada, acompanhada de um efeito deflacionário. A causa dessa crise e, principalmente, a resiliência de seus efeitos devastadores se apresentam como um complexo quebra-cabeça difícil de ser montado. Muitas explicações surgiram nos últimos anos a fim de responder essa pergunta e, quiçá, encontrar uma saída capaz de tirar o Japão do buraco em que ele caiu. Não obstante, amiúde, as respostas dadas a essa crise não conseguem responder simultaneamente o que a provocou, porque perdura tanto tempo e como suplantá-la.

Gráfico 1: Taxa de Crescimento Percentual do PIB do Japão (1960-2008)



Fonte: WORLD BANK (2021)

Burkett e Lands-Berg (2003) aventam que há cinco explicações convencionais para a crise japonesa: i) a hipótese do capitalismo anti-capitalista japonês; ii) as dívidas podres e as empresas zumbis; iii) a hipótese da armadilha de liquidez e a deflação; iv) a apreciação do iene frente ao dólar e seus efeitos na competitividade da indústria japonesa e nas expectativas dos agentes econômicos japoneses; v) e a hipótese de a crise japonesa ser uma crise de *balance sheet* (i.e, uma crise patrimonial). Além dessas explicações, os autores apresentam uma sexta perspectiva, de sua autoria, na qual sugerem que o Japão estaria passando por uma crise de maturidade do capitalismo.

O objetivo deste artigo, por sua vez, será explicar a crise japonesa por uma ótica heterodoxa. Assume-se aqui que todas essas seis explicações, na verdade, ao invés de se excluírem, se complementam. A crise japonesa seria uma crise de rentabilidade do capital, seguindo a lei da queda tendencial da taxa de lucro. Portanto, na sua essência, tratar-se-ia de um caso de maturidade do capitalismo. Todavia, ela se apresenta na sua aparência em diversas formas, e cada uma dessas explicações enfatizam apenas uma face dela. Para compreendê-la em sua totalidade, deve-se atrelá-las a hipótese de maturidade do capitalismo. Assim se abrangerá aquilo que ela tem de específico, ou seja, seu desdobramento, e aquilo que ela tem de geral, sua origem.

Nesse sentido, esse artigo contará com seis seções, já contando essa introdução. Na segunda, terceira e quarta seção se fará um breve panorama geral da crise japonesa, explicitando os principais fatos que caracterizam esse fenômeno. Na quinta seção se arrolará as explicações



possíveis para a crise, apresentando seus principais argumentos. Além disso, se explicitará de que modo essas abordagens se complementam e qual é a causa de fato da crise. Na sexta e última seção se encerra o artigo com as considerações finais.

UM PANORAMA GERAL DA CRISE FINANCEIRA JAPONESA: O ACORDO DE PLAZA E A FORMAÇÃO DA BOLHA ESPECULATIVA

Conforme Otaviano Canuto (2000), até a crise do petróleo nos anos 1970 a regulamentação financeira foi essencial à estratégia de *catching up* japonesa frente à economia norte-americana, reprimindo os mercados de títulos de dívida negociáveis e tornando raras as emissões de ações ao grande público, o que garantiu a predominância absoluta dos bancos na intermediação financeira. Contudo, após o primeiro choque do petróleo, constituíram-se mudanças significativas em alguns aspectos na trajetória de crescimento da economia japonesa. Primeiramente, ocorreu uma realocação para países periféricos dos segmentos básicos das indústrias de processamento de recursos naturais. E ainda, acentuou-se a especialização e aceleração do aprimoramento do modo de produção indústria metal-mecânica, assim como em segmentos menos padronizados e mais intensivos em P&D dos ramos de processamento.

Com isso consolidou-se a liderança japonesa, em escala mundial, nos mercados de eletrônicos, automobilístico e de bens de capital. A economia japonesa continuou crescendo acima dos demais países desenvolvidos até 1991 (a uma taxa média de 6,2% a.a.). Enquanto isso, a formação de bolhas especulativas com preços de ações e de imóveis elevava o valor das reservas e das bases financeiras empresariais. Essas bolhas especulativas e a desregulamentação dos bancos japoneses levaram à crise financeira que iria assolar a economia japonesa nos anos 1990. Destarte, Torres Filho (1997b) assevera que para se identificar os fatores que levaram à crise financeira japonesa, seria necessário recuar ao início da década de 1980 para se analisar as estratégias de ajuste tomadas pelo governo, empresas e bancos japoneses para enfrentar as pressões e desafios impostos pelo mercado internacional.

Consoante a esse autor, a semente para a crise japonesa foi plantada com a decisão do FED de aumentar a taxa de juros americana a patamares nunca antes atingidos. Esse aumento dos juros teve como consequência uma forte valorização do dólar frente aos seus parceiros comerciais. A apreciação do dólar, por sua vez, mostrou-se deveras prejudicial à balança comercial americana, pois nesse momento de tentativa de retomada econômica dos EUA a produção industrial norte-

americana estava muito atrás da de seus parceiros comerciais, em especial em relação ao Japão, no que tange a produtos de tecnologia mais sofisticada.

Com efeito, na primeira metade da década de 1980, as exportações americanas estagnaram, enquanto as importações aumentaram em quase 50%, a despeito da redução do preço do petróleo. Desde então, os déficits comerciais norte-americanos têm sido, em geral, superiores a US\$ 100 bilhões. O Japão, por sua vez, foi o maior beneficiário dos déficits comerciais norte-americanos. Entre 1982 e 1986, o desequilíbrio do comércio bilateral entre os dois países se elevou de US\$ 18,1 bilhões para US\$ 51,4 bilhões em favor do Japão. Como consequência, os japoneses passaram a acumular megassuperávits em conta corrente, o que os levou a se tornarem os principais credores líquidos do mundo (TORRES FILHO, 1997b).

Os elevados saldos frente aos Estados Unidos colocaram o Japão diante de dois problemas importantes: i) como realizar a transferência para o exterior desses gigantescos excedentes em moeda estrangeira, minimizando os desajustes macroeconômicos decorrentes desse processo; ii) como enfrentar as pressões norte-americanas de modo a flexibilizar as limitações às importações de bens e serviços estrangeiros e à liberalização do mercado financeiro japonês. E *pari passu* a isso, houve um processo de enfraquecimento da liderança nipônica no leste asiático que teve efeitos negativos a modo de produção adotado até então.

Os sinais de esgotamento do modelo de desenvolvimento seguido desde os anos 50 levariam a uma profunda crise política no país, dado que a maior fonte de legitimidade do Sistema de 1955¹ era o próprio desenvolvimentismo. As fontes desta profunda ruptura na estrutura político-econômica nipônica podem ser encontradas em dois processos paralelos e complementares: (1) o desenvolvimento do modelo dos Gansos Voadores aliado com a entrada da China neste foi caracterizado por uma ampliação da competição intercapitalista regional (ARRIGHI, 1998). Tal processo foi marcado pelo início da concorrência das Novas Economias Industrializadas (NEI)² por mercados prioritários japoneses³ e pela reconcentração do capital chinês ultramarino, o qual

¹ Pacto político-econômico que conferiu ao Partido Liberal Democrático (PLD) a hegemonia política japonesa. Tal pacto envolveu uma triangulação entre burocracia, políticos do PLD e dirigentes de grandes corporações. Segundo Chalmers Johnson (1995), dentro desta triangulação, o setor mais forte era a burocracia, a qual centralizava no governo nacional os recursos destinados ao fomento da industrialização assim como liderava a concertação entre os outros dois grupos. Entretanto, tal poder relativo foi sendo corroído ao longo do tempo, levando mais tarde a diversas crises dentro deste Triângulo.

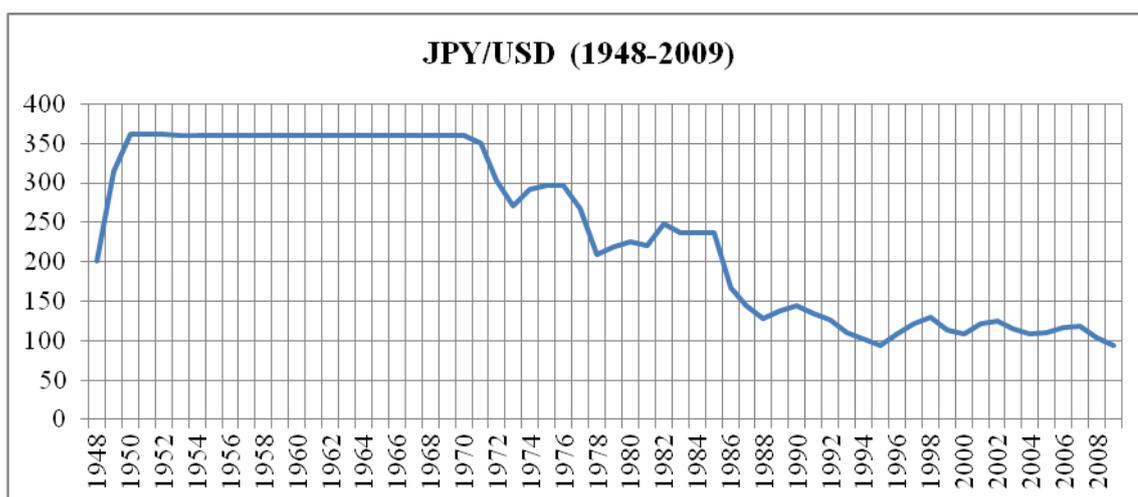
² Hong Kong, Cingapura, Coreia do Sul e Taiwan.

³ O exemplo mais marcante foi a entrada da Hyundai no mercado americano, desafiando a empresa com quem tinha uma relação de cooperação na produção de novos carros, a Mitsubishi. “O exemplo da Hyundai traumatizou os

se mostrou um concorrente aos capitais financeiros e tecnológicos japoneses; (2) por outro lado, a aproximação estadunidense com a China desde os encontros de Nixon e Mao na década de 1970 retiraram do Japão o papel de único aliado estratégico americano na região (tanto em termos políticos quanto econômicos).

Diante desta conjuntura, os EUA passaram a cobrar do Japão contribuição mais efetiva com os “custos da Guerra Fria”. De maneira mais palpável, o governo de Ronald Reagan passou a pressionar o Japão por uma maior valorização do Iene, caso não quisesse sofrer restrições quantitativas diretas. Fortemente pressionado, o governo japonês aceitou valorizar sua moeda ante o dólar norte-americano (endaka) – como pode ser observado no gráfico 2 –, seguindo os termos impostos pelos Acordos de Plaza de 1985, os quais representariam ao mesmo tempo: (i) o início da tentativa do governo japonês de promover um direcionamento dos recursos econômicos para investimentos e consumo doméstico, tentando desta maneira diminuir a dependência da economia japonesa ante os mercados externos; (ii) uma ampliação da transnacionalização das empresas japonesas de maneira direta (IED), visando ampliar a competitividade e contornar qualquer protecionismo externo direcionado ao Japão (INOGUSHI (2008); LEÃO (2010); NAGASAKA (2008)).

Gráfico 2 - Taxa Nominal de Câmbio Iene/Dólar (1948-2009)



Fonte: ANTWEILER (2019)

keiretsu, que passaram a adotar uma atitude muito mais cuidadosa em Relação a parcerias com potenciais futuros concorrentes, não só na indústria automobilística”. (LEÃO: 2010, 81)

Em relação à primeira consequência dos Acordos de Plaza, a política do governo de direcionamento do consumo externo rumo ao consumo doméstico traduziu-se na tentativa das autoridades do MOF de injetar recursos em corretoras e imobiliárias, visando com isto ampliar os preços de terras, imóveis e ações. Tal política pretendia gerar um efeito riqueza dentro da economia japonesa, ampliando o consumo e o investimento internos. A ideia por trás destas políticas era a de que a ampliação dos preços destes ativos expandiria os colaterais das empresas ante o sistema financeiro assim como ampliaria a riqueza das famílias, incentivando a concessão de crédito e o consumo (LEÃO, 2010: 87).

Por outro lado, em relação à segunda consequência do Acordo de Plaza, o governo japonês promoveu uma redução dos juros visando incentivar novos investimentos que permitissem novamente ampliar a produtividade das empresas. A política adotada pelo MOF e pelo BOJ de reduzir a taxa de juros para incentivar os investimentos após 1985 foi bem sucedida nos seis anos que seguiram aos Acordos de Plaza.

Entretanto, os investimentos realizados internamente para aumentar a produtividade não conseguiram compensar a perda de competitividade oriunda da valorização do Iene. Ao contrário dos períodos anteriores, esta política foi debilitada devido aos seguintes fatores: (1) o aumento da produtividade da economia japonesa não foi suficiente para compensar a rápida valorização da moeda no período; e (2) o aumento da concorrência de antigos subordinados e de empresas europeias e americanas que passavam a entrar no mercado asiático diminuiu as margens de lucros e as expectativas de retornos dos investimentos. Deste modo, a ampliação da transnacionalização japonesa já não apresentava os mesmos efeitos da ocorrida na década de 1970, quando esta mostrou-se extremamente efetiva para manter as margens de lucros das corporações elevadas.

A *endaka* ainda fez com que o Japão se termina por acumular muitos dólares em pouquíssimo tempo, fazendo as autoridades econômicas japonesas preocuparem-se com o risco de que isso poderia provocar uma valorização ainda maior da taxa de câmbio dólar/iene. Com o intuito de impossibilitar tal valorização da taxa de câmbio, intensificou-se a internacionalização da economia nipônica, eliminando-se os controles sobre os movimentos de capital.

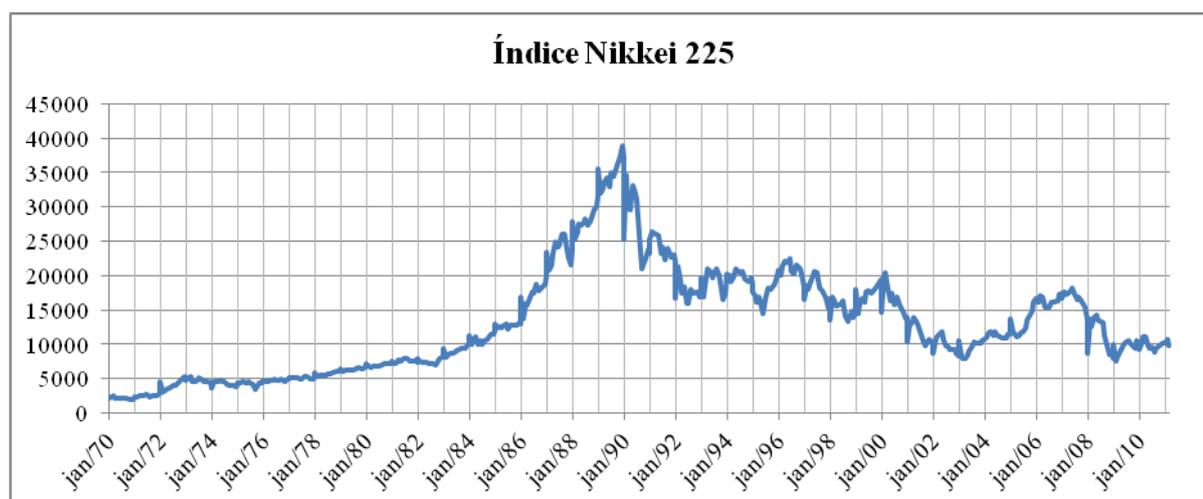
Além da maior internacionalização da economia japonesa, o modelo de crescimento acelerado pelo qual o Japão passava acabou ruindo com o *endaka*, pois os bancos japoneses, que eram os grandes detentores da dívida pública norte-americana, sofreram grandes perdas patrimoniais com a desvalorização do dólar, e visto que esses eram os grandes financiadores do crescimento industrial japonês, sucedeu-se uma falta de capital para que houvesse a continuidade

das taxas de crescimento acelerado que a economia japonesa experimentava desde os anos 1950, o que era aprofundado pela queda vertiginosa das exportações japonesas.

Ocorreu uma inversão dos investimentos das empresas japonesas, que deixaram de investir tanto na produção de bens, devido à queda das exportações ocasionada pela apreciação do iene frente ao dólar, para voltar-se para o mercado financeiro exterior que se mostrava mais rentável. Essa guinada para o mercado financeiro, por parte das empresas nipônicas, foi alimentada por medidas da política econômica do governo japonês: a eliminação do controle de capitais, a desregulamentação das taxas de juros sobre depósitos, a introdução de inovações financeiras e a redução da taxa de redesconto pelo Banco do Japão. Todas essas medidas objetivavam propiciar uma compensação financeira às empresas que haviam sido prejudicadas pelo *endaka*, através de operações de arbitragem (TORRES FILHO, 1997b).

Essa nova política, conhecida como *Zaitech*, foi acompanhada, entretanto, por um proeminente efeito especulativo. O comportamento especulativo suscitava-se das expectativas dos agentes econômicos ante às futuras variações da taxa de câmbio iene/dólar. Esperava-se que haveria uma valorização cambial do iene. Desse modo, os especuladores captavam empréstimos em moeda estrangeira. À medida que as expectativas de valorização cambial do iene eram sancionadas pelo mercado de câmbio, um devedor acabava pagando, no final da dívida, um valor inferior ao crédito que havia tomado inicialmente. Por conseguinte, tomar dinheiro emprestado tornou-se uma atividade lucrativa.

Gráfico 3 – Evolução do Índice Nikkei 225 (jan. 1970 – jan. 2010)



Fonte: elaborado pelo autor a partir de BOJ (2021)

Nesse sentido, as empresas japonesas, visando manter o *market-share* mundial, passaram a ampliar o IED e a reduzir suas margens de lucro internas. Contudo, para reverter a depressão destas margens, as corporações aproveitaram-se da expansão da bolha dos ativos e dos juros baixos para destinarem parte de seus recursos ao mercado mobiliário. Os capitais domésticos começaram a se transferir rapidamente da Esfera de Circulação do Capital Industrial para a Esfera de Circulação Financeira. Tal movimentação pode ser percebida no gráfico 3, que mostra a evolução do índice Nikkei, que sofre uma explosão no final de 1985. Essa política, no fim, acabou criando um mercado especulativo de ativos, à medida em que empresas, como a Toyota, passaram a ter uma lucratividade expressivamente maior com a especulação do que com a produção industrial. No caso das empresas, as colocações dos títulos no exterior foram expressivas, mesmo para as dimensões dos mercados internacionais. Os tomadores japoneses, literalmente, comandaram o tamanho dos mercados internacionais de bônus conversíveis e bônus com direito de subscrição de ações até 1989/1990.

O que ocorreu, contudo, foi que grande parte dessas emissões acabou sendo absorvida pelos próprios japoneses. De acordo com Smith (1993), de 80% a 90% das emissões feitas no euromercado por empresas japonesas, acabaram sendo vendidas diretamente para investidores japoneses. Essas operações de lançamento de bônus no exterior associadas à aquisição dos títulos pelos próprios investidores japoneses inflaram as saídas brutas de capital de longo prazo. No entanto, como foi argumentado por Nakao, na prática, o Japão exportou capital para adquirir títulos que acabariam sendo convertidos em riqueza no próprio Japão, na forma de capital acionário. Assim, percebe-se que o *boom* do capital japonês foi, antes de tudo, o reflexo da excepcional alta dos preços no mercado acionário e imobiliário no Japão. Dessa forma, essa onda de redirecionamento de portfólios das empresas nipônicas, evidencia um processo especulativo mais amplo que se focou, principalmente, no mercado imobiliário, onde os preços dos ativos começaram a subir, formando a bolha especulativa (TORRES FILHO, 1997a). Portanto, o Zaitech foi de grande valia à recuperação da economia japonesa do endaka, já que permitia, na medida em que as empresas mantinham seus lucros, a sustentação dos investimentos das empresas japonesas. Contudo, por outro lado, essa política possibilitou que houvesse uma sustentação da bolha especulativa.

Para complicar ainda mais essa situação, apesar do grande volume de recursos captados no exterior em moeda estrangeira pelas empresas japonesa, o Japão registrou acréscimos substanciais em sua posição credora em relação ao resto do mundo durante a segunda metade da

década de 1980. Porém, ao longo da década, os investimentos do Japão no exterior superaram por larga margem o superávit em conta corrente do país. Ou seja, a posição credora do Japão contra o resto do mundo teve, em contrapartida, um déficit na balança de pagamentos, uma vez que o superávit em conta corrente não foi suficiente para financiar as aquisições líquidas de ativos estrangeiros feitas por agentes domésticos. Por sua vez, o déficit do balanço de pagamentos foi financiado pela contratação de dívida de curto prazo por parte dos bancos autorizados a operar com moeda estrangeira. Segundo Nakao (1995), o passivo líquido do Japão junto a bancos localizados no Reino Unido, por exemplo, cresceu 3,2 vezes entre 1985 e 1990, contra 1,5 vezes entre 1980 e 1985. Com relação a bancos localizados nos EUA, o passivo líquido japonês cresceu 4,5 vezes entre 1985 e 1990, contra 1,6 vezes no período anterior.

De acordo com Levi (1997), configurou-se, no Japão, uma situação paradoxal, na qual o país detentor do maior superávit em conta corrente contratou grandes volumes de dívida de curto prazo no exterior para financiar suas posições ativas com o resto do mundo. A autora afirma que, em princípio, deveria haver uma tendência à desvalorização do iene frente às demais moedas, inclusive o dólar, dado que o balanço de pagamentos do Japão foi deficitário durante grande parte da década de 1980. Todavia, o que ocorreu de fato foi um processo de endividamento líquido comandado pelos bancos e empresas que operou no sentido de apreciar o iene através da pressão de venda de divisas estrangeiras no mercado de câmbio. Em termos líquidos, pode-se afirmar que essa pressão ficou concentrada no movimento dos bancos, já que a maior parte dos títulos lançados pelas empresas domésticas no exterior foi adquirida pelos próprios japoneses, com impacto líquido nulo sobre o mercado de câmbio, o que é levantado, também.

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

Ademais, ressalva-se que a crise japonesa não foi apenas financeira, mas também teve uma face real que, de fato, é muito relevante para explicá-la. Segundo essa autora, as empresas japonesas passaram por um intenso e crescente processo de internacionalização a partir dos anos 1980, a fim de consolidar sua conquista dos mercados externos e aplicar seus excedentes de caixa.

Consequentemente, bancos, "*tradings companies*" e empresas industriais se tornaram globalizadas

e isso acabou levando a uma deterioração dos laços de solidariedade vertical e horizontal que caracterizavam a sociedade japonesa, tornando mais difícil a coordenação de decisões empresariais e estratégicas e a distribuição equilibrada dos frutos do progresso técnico. Todo o esquema de contratos estáveis de longo prazo e de cooperação técnica que ligavam grandes e pequenas empresas ficou em xeque e, finalmente, a famosa estabilidade no emprego ficou sob ameaça. Assim começaram a ser erodidas as próprias bases internas de sustentação do paradigma japonês (CANUTO, 2000; TORRES FILHO, 1997a; BUENO, CASTELLI; 2012).

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

A bolha especulativa que se formou no Japão teve diversos efeitos sobre a economia, dentre os quais pode-se citar: o aumento do consumo; aumento da demanda por produtos de luxo importados, em função da combinação dos preços crescentes dos ativos e iene mais forte; aumento do poder aquisitivo pessoal, consequência direta do corte no imposto de renda; uso de imóveis de garantia (encorajados pelas baixas taxas de juros, os japoneses sentiram-se incentivados a tomar novos empréstimos, dando seus imóveis como garantia); aumento de quase duas vezes da circulação de cartões de crédito e por fim, a dívida de consumo per capita atingiu os níveis americanos.

Foram, então, tomadas atitudes para conter-se a bolha especulativa, sendo a primeira a substituição do presidente do Banco do Japão, Satoshi Sumida, por Uasushi Mieno que, ainda em 1989 aumentou diversas vezes a taxa de desconto oficial. Em janeiro de 1990 o índice Nikkei caiu drasticamente, aproximadamente uns dois mil pontos, contudo não houve um súbito colapso do mercado acionário, pois, segundo Chancellor (2001) atribui-se o declínio às vendas a descoberto feitas pelos estrangeiros no mercado futuro de ações, aberto no verão anterior, porém a verdadeira causa fora o aperto nas condições financeiras.

Em março de 1990, entretanto, os preços dos imóveis estavam em ascensão, o que fez com que o BoJ se eleva as de juros mais cinco vezes. Segundo Chancellor (2001), à medida que o rendimento das obrigações de longo prazo ultrapassara os 7%, enquanto o rendimento médio das ações era inferior a 0,5%, o mercado acionário japonês não tinha mais nada que o sustentasse.

Diversas medidas foram tomadas para amortecer os efeitos do estouro da bolha especulativa: os corretores receberam ordens de comprar ações quando o Nikkei caiu abaixo de 20 mil pontos, em setembro de 1990; rebaixaram-se, novamente, as margens de exigências; determinou-se que as seguradoras parassem de vender ações; estendeu-se a proibição de novas emissões de ações; foram desviados para o mercado acionário recursos de fundos de pensão públicos e contas de poupança operadas pelo sistema postal; e vários truques contábeis foram introduzidos para desencorajar a venda de ações pelos acionistas institucionais. Contudo, apesar das medidas tomadas, o mercado acionário não foi afetado de maneira intensa. No fim, o mercado não pôde compensar seus excessos. E no verão de 1990 a bolha financeira estourou.

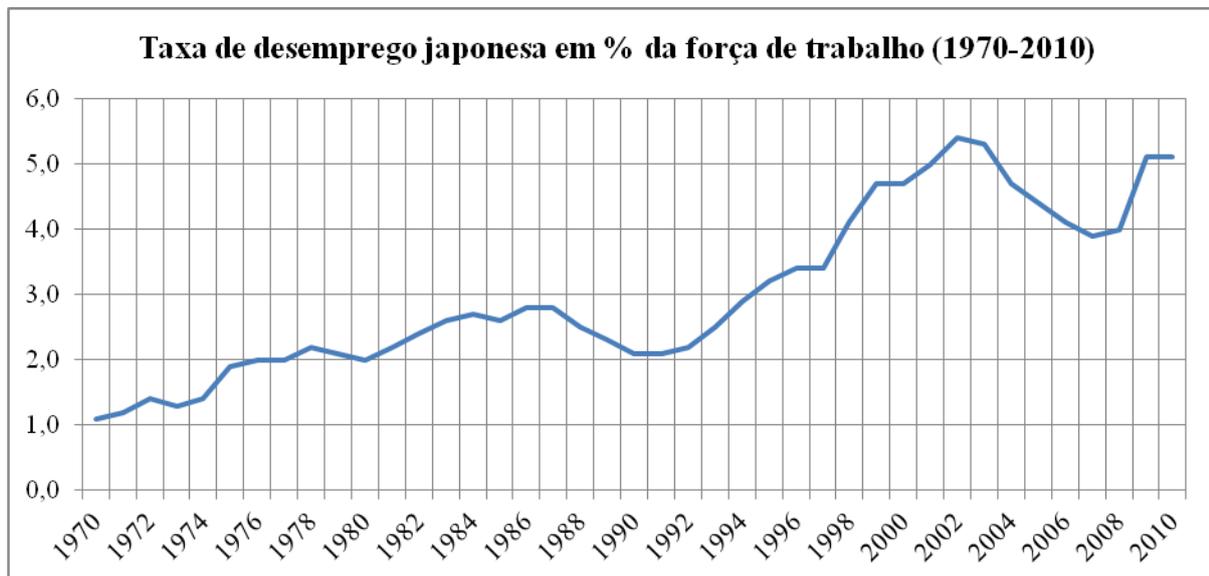
OS IMPACTOS ECONÔMICOS DO ESTOURO DA BOLHA

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

Através de uma política expansionista tentou-se incentivar o consumo, com a redução do imposto de renda e a aprovação de um orçamento suplementar para obras públicas, porém sem resultados positivos. Por mais que se tentasse incentivar o aumento do investimento e consumo, isso não ocorria. Em última instância, essa política simplesmente elevou o déficit público, mas não conseguiu fazer a economia japonesa voltar a crescer.

Para agravar a situação econômica do Japão, houve um aumento contínuo do superávit externo japonês, que era impulsionado não só pela desvalorização do dólar como pela queda das importações, graças à diminuição da atividade econômica e ao aumento significativo do desemprego entre a população japonesa (gráfico 4). Por fim, esse superávit ocorria, também, pela mudança de perspectivas das empresas nacionais, que não tendo boas expectativas para o mercado interno, aumentaram suas vendas para o mercado internacional.

Gráfico 4 – Taxa de desemprego japonesa em percentual da força de trabalho (1970-2000)



Fonte: US Department of Labor (2011).

Após o estouro da bolha especulativa, o grande volume de capital especulativo tornou-se um sério obstáculo às autoridades japonesas, conquanto as empresas japonesas acumulavam prejuízos patrimoniais. Consequentemente, muitas das garantias oferecidas perderam seu valor de mercado, levando à insolvência da maioria das empresas que pediram auxílio ao BoJ. Com a crise, a economia japonesa teve uma guinada quanto aos interesses de mercados internacionais, substituindo os EUA, como seus principais importadores, pelos países asiáticos (em especial China e os tigres asiáticos). Além disso, a indústria japonesa foi reestruturada, voltando-se para a exportação de bens de capital, como máquinas e equipamentos, em detrimento aos bens de consumo durável.

ANOS 1990: A DÉCADA PERDIDA

Durante os anos 1990 a economia japonesa cresceu lentamente, enfrentado o sério problema da deflação, das falências bancárias e dos créditos insolventes. Nos dois primeiros anos dessa década, houve até um sinal de recuperação. Sem embargo, logo se dissipou. De modo que no restante da década a taxa de crescimento médio da economia japonesa foi de apenas 1%. Cabe se ressaltar que no momento em o Japão parecia estar conseguindo sair do fundo do poço, a crise bancária do leste asiático, desencadeada em 1997, demarcou de vez o cenário de recessão ao qual o país estava imerso – isso tudo em razão da falta de recuperação sustentada; da contínua

alavancagem das empresas e de as empresas estarem expostas a riscos excessivos de mercado e crédito. Em consequência a este contexto de recessão, em 1998, a taxa de crescimento da economia japonesa apresentou um nível negativo, fato que não ocorria desde a crise do petróleo nos anos 70.

Em decorrência das taxas de crescimento da economia terem sido tão baixas ao longo da década, o Estado japonês tomou certas medidas para combater a crise que se prolongava. Aproximadamente 40% dos gastos públicos foram destinados a obras públicas – tais como estradas, pontes, etc – que apesar de não oferecerem um retorno alto, agregavam muita mão-de-obra. Ainda, outra medida adotada, foi a expansão de crédito às pequenas e médias empresas, o que acabou por se mostrar como uma medida contraditória, pois ao passo que esta compensava a falta de crédito, ao mesmo tempo, atrasava a necessária restauração do sistema bancário, permitindo que agentes econômicos tomassem posições econômicas de maior risco em um ambiente institucional que não era nada favorável. No entanto, apesar de os gastos públicos terem passado de 15% para 60%, durante o período de 1990-2000, isso não se refletiu na taxa de crescimento do PIB, mantendo-se em aproximadamente 1% por ano. A partir de 1998 a política fiscal torna-se claramente expansionista: há um corte acentuado dos impostos e o déficit estrutural aumenta significativamente. Não obstante, os efeitos dessa política fiscal expansionista mostraram-se bastante limitados (TORRES FILHO, 2001).

Quanto à política monetária, essa também foi utilizada no intuito de combater os efeitos negativos da crise. Entretanto, assim como com a política fiscal, os impactos dessa política foram amortecidos. É a partir de 1998, com a independência do BoJ, que as políticas monetárias ficam mais flexíveis e com um leque maior de possibilidades. Já nesse ano o BoJ estabelece um facilitador temporário de refinanciamento. Apesar da maior facilidade de crédito, não se conseguiu combater a deflação, tanto porque os bancos não estavam dispostos a emprestar quanto porque a demanda por crédito era muito baixa. A partir desse insucesso da política monetária, o BoJ passa a adotar uma política não-convencional: a ZIRP (Zero Interest Rate Policy).

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

maneira eficaz. Os anos posteriores também não se mostraram favoráveis à economia japonesa e atualmente esse país ainda se debate para sair desse estado de inércia e estagnação econômica.

A ORIGEM DA CRISE JAPONESA: CINCO EXPLICAÇÕES

Ao longo dos últimos vinte anos o pífio desempenho da economia japonesa, anteriormente uma ameaça à hegemonia econômica e financeira dos EUA, tem intrigado economistas das mais distintas escolas de pensamento. Há uma grande controvérsia tanto em relação as causas da crise quanto às razões de sua resiliência. Burkett e Hart-Landsberg (2003) assinalam que, geralmente, existem cinco linhas de argumentação que tentam explicá-la.

A primeira linha de argumentação, seguindo uma linha típica da Nova Economia Institucional (NEI), atribui tanto a ocorrência da crise financeira quanto a grande dificuldade para superá-la às instituições que caracterizam a economia japonesa. O outrora celebrado arranjo institucional nipônico, alicerçado em empregos vitalícios e um Estado atuando ativamente, com fins desenvolvimentistas, passaram a ser encarados como artefatos de um capitalismo pré-moderno e pouco criativo, incapaz de se ajustar a uma economia mundial cada vez mais globalizada e *high-tech*. Assim, faltaria ao modelo japonês a flexibilidade necessária para dar conta da contínua reestruturação demandada pela intensificação da competição internacional.

Ao contrário do que a economia convencional⁴ apregoa como principal motivação para a ação humana e dinâmica econômica, i.e., a busca pelo lucro combinada à defesa de um *laissez faire*, no Japão o bem-estar social e a preservação do nível elevado de emprego e dos salários dos trabalhadores era tido como ponto central para o bom funcionamento da economia. Por conseguinte, a partir dessa ótica mais convencional, a tolerância aos baixos retornos das empresas, configurava-se no pecado capital japonês, explicando, em grande medida, a queda de seu desempenho a partir dos anos 1990. A falta de “boas instituições capitalistas” capazes de propiciar um ambiente favorável aos negócios é que, em última instância, provocaram a estagnação japonesa, que se arrasta há mais de vinte anos.

⁴ Entende-se aqui como “Economia Convencional” às teorias econômicas ensinadas amplamente nas universidades e livros textos, que possuem em seu âmago a noção de equilíbrio e individualismo metodológico, além de uma inclinação prescritiva liberal. Entre as escolas que se encaixam nessa noção citam-se: a escola neoclássica, as abordagens monetaristas e das expectativas racionais e a síntese neoclássica, derivada dos trabalhos de John Hicks (1987) e Paul Samuelson, caracterizada pela combinação de elementos da teoria macroeconômica keynesiana (centralmente a rigidez de preços e salários e neutralidade da moeda) e o método neoclássico.

No modelo japonês dar-se-ia preferência à produção acima de tudo, inclusive em detrimento à concorrência entre empresas. Conforme Noguchi (*apud* Burkett e Hart-Landsberg, 2003), o objetivo principal é permitir que o povo japonês trabalhe com um propósito em comum. Para tanto, celebra-se muito o trabalho em equipe e uma distribuição equânime dos resultados, negando-se a concorrência. Portanto, a solução para se recuperar a economia japonesa seria reformar o sistema japonês de modo a esse ser norteado por linhas mais pró-livre mercado.

Essa perspectiva, entretanto, revela-se uma análise *ad hoc*, pois ela tenta imputar às instituições anti-capitalista japonesas a razão da crise, à medida que quando essa ocorre elas não funcionam adequadamente. Entretanto, se esquece, talvez propositalmente, que essas mesmas instituições que seriam a causa da estagnação, proporcionaram um dos crescimentos mais céleres e espetaculares do século XX. Foi sob a égide dessas instituições “anti-capitalistas” que o Japão, arrasado pela Segunda Guerra Mundial, conseguiu construir uma das economias mais sólidas e competitivas da segunda metade do século passado, tornando-se depois de vinte anos a segunda economia mundial, em termos de PIB, ficando atrás unicamente dos EUA. Destarte, esse tipo de análise não é capaz de explicar a dinâmica por trás da estagnação japonesa.

A segunda explicação convencional da crise japonesa diz respeito aos débitos podres e às “empresas Zumbis”. Alguns autores ortodoxos atribuem a ocorrência à prática dos bancos japoneses emprestarem grandes montantes de crédito a empresas que, efetivamente, estão quebradas, simplesmente por existir entre eles algum tipo de parceria. Com isso, haveria a manutenção da rolagem dessas dívidas e dar-se-ia sobrevida a empresas que não teriam condições de se manterem por si só, causando um grande prejuízo ao sistema bancário japonês e fragilizando o sistema financeiro desse país, o que dificultaria a resolução da crise. Consoante Hoshi e Kashayap (2004), a economia japonesa somente se recuperará completamente quando a rolagem das dívidas dessas empresas for encerrada e se sanar o sistema financeiro, limpar o sistema bancário, direcionando recursos financeiros para aquelas empresas tidas como lucrativas e eficientes.

Burkett e Landsberg (2003), entretanto, se posicionam contrários a essa explicação. Um aspecto que eles levantam é que a estagnação da demanda por empréstimos nos anos 1990 contradisse a ótica das empresas com dívidas podres/insolventes. Não há, portanto, qualquer evidência de que a falta de crédito tenha sido um fator preponderante para a retomada do crescimento das empresas “mais saudáveis”. Ademais, essa falta de demanda por empréstimos levanta a questão de até onde uma economia madura como a do Japão tem realmente empresas

suficientes com um potencial produtivo de expansão e oportunidades de investimento capazes de por um ponto final no problema da estagnação.

A terceira explicação, e bastante difundida, é a de que o Japão estaria preso a uma armadilha de liquidez. Na definição de Keynes (1996), essa seria uma situação onde a política monetária expansiva não é suficientemente capaz de pôr fim a uma depressão. O Japão, nos anos 1980, passou a enfrentar uma tendência estrutural à estagnação, devido, principalmente, à decorrência de um descompasso entre o volume dos planos de poupança privada e as oportunidades de investimento local com retorno positivo – apesar dos superávits comerciais, das exportações de capital e do endividamento do setor público, somente com taxas de juros reais negativas poder-se-ia evitar essa tendência à estagnação. Existem muitas explicações para o descompasso estrutural, que vão desde ao envelhecimento e aos hábitos poupadores da população nipônica, até à exaustão das oportunidades de investimento – que foram exploradas ao máximo nas décadas anteriores, desde os anos 1950. Conforme Paul Krugman (1998), esta tendência à deflação que se configurou na economia japonesa e o fato de que as taxas de juros não podiam cair mais, pois essas já eram zero, configuravam uma armadilha de liquidez.

Krugman (1998) assinala dois critérios que possibilitam identificar se uma economia se encontra em uma armadilha de liquidez: o primeiro é se ela está experimentando políticas de juros zero e o segundo é se essa economia está operando abaixo de sua capacidade. Em relação ao primeiro critério, diga-se de passagem, o Japão encaixa-se perfeitamente visto a evolução de suas taxas de juros nominais que chegaram a índices próximos a zero. Quanto ao segundo critério, Paul Krugman levanta que estudos da OCDE e o do FMI previam, em 1990, que a tendência natural seria de a taxa de crescimento econômico do Japão girar em torno dos 2% ao ano durante os anos 1990. Contudo, devido à crise financeira, não foi isto que aconteceu. Dessa maneira, na visão de Krugman isso comprovaria que o Japão esteve preso a uma armadilha de liquidez.

Krugman (1998) prossegue afirmando que uma armadilha de liquidez somente ocorre quando a capacidade produtiva futura da economia em questão é, de fato, relativamente inferior à capacidade de produção atual. O autor, ao considerar essa proposição verdadeira para a economia nipônica, impõem-se a seguinte questão: por quê a capacidade produtiva futura japonesa é inferior à atual? E a resposta que Krugman encontra para essa pergunta remete a um aspecto natural: a demografia ou, mais precisamente, a taxa de natalidade japonesa. A combinação do declínio da taxa de natalidade e a baixa entrada de imigrantes no solo japonês representa uma provável queda na força de trabalho japonesa nas próximas décadas. Além disso, a força de trabalho tem declinado

mais rapidamente que a população do Japão, sendo a principal razão disso a expectativa de vida dos japoneses, que é muito alta – algo próximo aos 81 anos entre os homens e 87 entre as mulheres.

A solução tradicional, adotada por uma política keynesiana, para quando a economia está numa armadilha da liquidez é fazer o governo emprestar dinheiro diretamente a empresas, ao invés de criar liquidez no sistema bancário. O Japão criou o FILP⁵, um ramo do governo japonês que está "fora do orçamento oficial", mas cujos gastos chegam a mais de 70 por cento dos gastos totais do orçamento oficial, sendo que a maior parte da verba do FILP vem da conta de poupança dos Correios. O dinheiro seria coletado e alocado para os tomadores de empréstimos por meio do Ministério das Finanças e de suas várias agências. No entanto, como esses recursos passariam por diversos níveis da burocracia política, grande parte deles não seria alocado nos projetos mais eficientes.

O grande problema do FILP é que o controle de boa parte das agências governamentais está nas mãos de políticos do Partido Liberal Democrata (PLD), o qual canaliza os recursos do programa para seus apoiadores tradicionais, como o setor da construção civil, desconsiderando os custos e benefícios de determinados projetos. O resultado desse controle do PLD sobre os empréstimos é de que, apesar de a política keynesiana de colocar o governo para fazer empréstimos diretos de fato contorne a relutância dos bancos a emprestar, ela não estimula a recuperação econômica, pois não há uma alocação interessante destes fundos, indo de acordo às preferências dos consumidores, mas sim esta alocação é feita a partir das conexões e interesses de políticos e empresários. Esse jogo de interesses entre políticos e empresários só aumentaria o custo dos empréstimos para aqueles que procuram fundos privados, o que distorceria ainda mais a economia.

De acordo com Paul Krugman (1998), o grande empecilho à política fiscal expansionista adotada no Japão é a demanda inadequada. Quanto à solução à armadilha de liquidez japonesa, Krugman oferece três políticas possíveis: uma reforma estrutural, uma expansão fiscal e uma política monetária não-convencional. Na primeira Krugman afirma que o Japão necessitava, urgentemente, realizar uma limpeza de seu sistema bancário, pois isto seria uma solução não somente macro, mas também microeconômica, pois a partir de uma maior regulamentação dos bancos surgiriam maiores possibilidades de investimentos privados, já que o sistema bancário teria uma credibilidade maior. Na segunda política possível, a expansão fiscal, o autor afirma que nesta buscaria-se a recuperação da economia a partir do aumento da renda, contudo, é sustentado de que

⁵ FILP: Sigla para Fiscal Investment and Loan Programme (Programa Fiscal de Empréstimos e Financiamentos).

esta não adiantaria tanto, pois de que serviria construir pontes e aeroportos se ninguém os usasse. A terceira política que Krugman sugere é a que ele mais vê como uma solução correta, além de ser, talvez, a mais interessante de se analisar. Por Krugman ser um novo-keynesiano, ele não vê uma política fiscal como estritamente preferível a uma política monetária. Portanto, a política monetária que ele sugeria é uma expansão monetária incomum, com o BoJ comprando dólares, euros e títulos governamentais de longo prazo, ao mesmo tempo em que se buscava a promoção de uma inflação moderada e um iene fraco, a fim de recuperar aquela competitividade advinda da taxa de câmbio anterior ao Acordo de Plaza.

Na visão de Krugman (1998), a tendência de se crer que as políticas monetárias não funcionam em armadilhas de liquidez vem do fato de o modelo IS-LM não conseguir distinguir os efeitos de uma política monetária de curto e de longo prazo. Paul Krugman adota um modelo em que o preço é flexível e a moeda é neutra. A partir disso ele conclui que mesmo quando uma economia se encontra em uma armadilha de liquidez, onde os juros nominais são zero, a expectativa de inflação manter-se-ia, reduzindo a taxa de juros real. Assim, conforme Krugman (1998), para que pudesse ser adotada uma política monetária capaz de se tirar uma economia de uma armadilha de liquidez, o Banco Central teria que manter a credibilidade de sua promessa de ser irresponsável, ou seja, deixar a inflação elevar-se naturalmente. Dessa maneira, se o Banco Central pudesse prometer de maneira crível que iria continuar inflacionando no futuro, o Japão poderia ser capaz de aumentar a demanda agregada e ressuscitar sua economia.

As bolhas especulativas que se formaram nos anos 1980 resultaram do excedente estrutural de capacidade de financiamento, a partir do afrouxamento da regulação sobre as instituições financeiras, e o estouro dessas bolhas deixou uma herança de ativos podres⁶ nas carteiras dos ativos financeiros. Para resolver esse problema, o governo japonês decidiu fazê-lo gradativamente, permitindo, dessa maneira, que as carteiras de ativos fossem recicladas paulatinamente, graças ao financiamento a juros reduzidos. Em consequência dessa decisão do governo, os anos 1990 foram de baixa criação de créditos novos, investimentos reduzidos e sobrevivência de ativos com retornos irrisórios – inclusive o crescimento econômico, que girava em torno de um pouco menos de 1% ao ano do PIB, só não foi menor em razão da política fiscal expansionista adotada pelo governo, apesar desta não ter sido suficiente para impedir as constantes recessões enfrentadas pela economia japonesa na década de 1990.

⁶ Ativos Podres: são de ativos de difícil ou de nenhuma liquidez.

Em 1997, em razão da crise asiática, da falência de instituições financeiras e do racionamento de crédito decorrentes dessa crise, deu-se uma segunda armadilha de liquidez. Essa nova armadilha decorria da elevação considerável dos estoques de crédito retidos pelas famílias e empresas nipônicas como precaução contra crise – vindo em direção à afirmação de Keynes quando esse afirmava que a preferência pela liquidez era um remédio micro contra crises, automedicado tanto nas famílias quanto nas empresas, o que, sem dúvida, não significava ser um remédio macro interessante e eficaz. Como forma de combater essa nova crise o BoJ adotou uma política de juros zero, diante dos cinco trimestres consecutivos de queda do PIB japonês. Desde 1998, a fragilidade do setor financeiro foi reduzida através de várias fusões de instituições financeiras. O movimento depressivo iniciado em princípios dos anos 1990 foi atenuado pelas políticas fiscal e monetárias adotadas, principalmente, após 1997, porém não se conseguiu fazer com que a economia retomasse o crescimento sustentável. Então, diagnosticou-se uma terceira armadilha de liquidez na economia japonesa, oriunda do fato de que com um custo nulo de carregamento em carteira dos ativos problemáticos restantes, a reestruturação financeira e empresarial tornava-se muito lenta, além de dar espaço para que novas aventuras especulativas dos agentes econômicos pudessem vir à tona.

Burkett e Hart-Landsberg (2003) questionam a hipótese de que o Japão viveria uma situação de armadilha de liquidez, como aventado por Krugman (1998). Primeiro, eles assinalam que Krugman usou-se de maneira inapropriada do conceito de armadilha de liquidez keynesiana. A armadilha de liquidez se refere a uma situação extrema de *trade-off* entre o desejo de reter dinheiro e o desejo de reter ativos financeiros não-monetários. Para Keynes e os autores keynesianos, a taxa de juros equilibra a oferta e demanda de moeda, poupanças não planejadas e investimentos planejados, assim como na teoria neoclássica. Krugman, porém, redefine esse conceito a fim de torná-lo condizente com o escopo teórico mais recente, assim como para permitir que se reinterprete o excesso de poupança acompanhada de pleno emprego como um problema solucionável através de políticas monetárias mais agressivas. Segundo a proposta de Krugman de se pôr em marcha no Japão uma política de reflação, no caso da ausência de qualquer reversão das “pobres perspectivas de longo-prazo” japonesas, é difícil ver qualquer razão para que essa política venha a produzir crescimento sustentável. E terceiro, a afirmação de Krugman de que as políticas fiscais expansionistas encontraram seus limites, também é questionável. Para Burkett e Hart-Landsberg (2003), de fato, a própria análise de Krugman enfatiza a existência de grande excesso

de poupanças de pleno emprego sobre o investimento privado, mesmo no ZIRP. Afora que parte dessa proposta implica algum escopo adicional para gastos públicos financiados por déficits.

A quarta explicação convencional é a de que as pressões para a valorização do iene frente ao dólar foram o que ocasionaram a crise financeira. Nessa linha duas interpretações principais emergem. A primeira relaciona a crise a perda de competitividade dos produtos japoneses diante da valorização de sua moeda, diminuindo suas exportações líquidas. A segunda diz respeito à apreciação do iene combinada com os excedentes comerciais japoneses criou uma expectativa persistente dos agentes econômicos de que essa moeda se valorizaria. E essas expectativas seriam a principal causa das expectativas deflacionárias e da queda da demanda japonesa.

Embora, essas duas perspectivas sejam capazes de destacar alguns elementos-chave da dinâmica que provocou a crise, elas não conseguem explicar o claro contraste entre a rápida recuperação do Japão do Acordo de Plaza *endaka fukyo* (crise da apreciação do iene) e seu subsequente fracasso para sustentar qualquer tipo de recuperação cíclica, seguindo a apreciação cambial do iene entre 1990 e 1995.

A quinta e última explicação tradicional é aquela em que a culpa pela estagnação da demanda recai sob os problemas do balanço patrimonial (*balance-sheet*) do setor privado provocado pela explosão da bolha financeira, tendo como principal referência os trabalhos de Richard Koo. Essa perspectiva inicia-se com o reconhecimento de que a deflação do valor dos ativos pós-bolha deixou dezenas de milhões de balanços patrimoniais (tanto de famílias quanto de firmas) em todo país embaixo da água. Assim, a única saída para essas famílias e empresas contornarem os efeitos negativos desse colapso financeiro foi reduzir o consumo e investimentos e redirecionar todo seu dinheiro para ser poupado com a finalidade de pagar seus débitos (KOO, 2008; 2011). O grande problema é que um “aperto de cinto” embora seja uma estratégia racional individualmente, agregadamente resulta em uma redução da demanda (o velho paradoxo da parcimônia).

Desse modo, a economia japonesa sofre de um consumo fraco e de um investimento fraco, que por sua vez, derruba o preço dos ativos ainda mais, obrigando os agentes econômicos a tomarem medidas mais draconianas para repararem seus balanços patrimoniais, levando a um ciclo sem fim. O ponto forte dessa análise é a ênfase que ela dá ao sistema financeiro e a seu colapso. Sem embargo, Burkett e Landsberg (2003) apontam que essa também é sua fraqueza, à medida que ela ignora a possibilidade de que a bolha fora abastecida pelo excedente de poupança privada

frente às oportunidades de investimentos privados produtivos e lucrativos endêmicas ao capitalismo maduro.

O problema dessas abordagens é que elas enfatizam apenas as especificidades da economia japonesa como causas da crise, ignorando a dinâmica desestabilizadora e criadora de contradições que são elementos-chave da natureza do sistema capitalista mundial, muito além das fronteiras espaciais e geográficas. Destarte, elas não conseguem distinguir até que ponto o colapso da economia nipônica é algo atrelado meramente a particularidades dessa ou se é um movimento muito mais geral e correspondente às leis de expansão capitalista. Na ótica de Burkett e Landsberg (2003) a crise japonesa seria, na realidade, um caso de capitalismo maduro.

A partir de uma perspectiva marxista, os autores destacam que embora a economia japonesa tivesse encerrada a sua fase de “milagre” desde os anos 1970, foi só após a década de 1990 que esse país experimentou uma absoluta estagnação econômica. A crise japonesa seria uma consequência tardia dos efeitos da crise dos anos 1970 – decorrente da fase de maturidade do paradigma fordista e das políticas keynesianas e marcada pelo fenômeno do estagflação, pela queda da taxa de lucro das empresas capitalistas. Enquanto países como os EUA e Europa ocidental foram atingidos por sucedidas crises econômicas na década de 1970, como as crises do petróleo e a crise dos juros (causada pela política monetária de Paul Volker, após o segundo choque do petróleo); o Japão, por seu turno, conseguiu posterga-la à medida que ampliara sua competitividade internacional devido à desvalorização cambial do iene, que servia como contratendência à queda da taxa de lucro das empresas japonesas. Sem embargo, após o fim dessa vantagem competitiva, com o Acordo do Plaza, e do estouro da bolha financeira, a crise de maturidade se estabeleceu. Já EUA e Europa conseguiram supera-la a partir da adoção das práticas neoliberais apregoadas pelo Consenso de Washington e pelo Reagnomics, recuperando as margens de rentabilidade das empresas a partir da liberalização econômica e financeira.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

A crise japonesa é uma patologia econômica que desperta muito interesse entre os estudiosos de crises em razão de apresentar diferentes desdobramentos e uma longa duração. A fim de elucidar essa crise, apresentaram-se neste artigo seis explicações possíveis – i) a ausência de “boas instituições capitalistas” no Japão; ii) a existência empresas zumbis; iii) o Japão estaria preso a uma armadilha de liquidez; iv) crise decorre da apreciação do Iene; v) a crise japonesa é

uma crise de *balance sheet*; vi) e a crise como resultado da maturidade do capitalismo japonês – defendendo-se quem essas análises se complementam entre si, trazendo à tona algum elemento clarificante.

Todavia, sugere-se que as cinco primeiras explicações revelam apenas a aparência da crise, ou seja, como ela se desdobra. Porém, a origem dela é elucidada pela perspectiva de Burkett e Landsberg (2003), explicitando sua natureza geral. Para tais autores ela seria uma crise de queda de rentabilidade e de maturidade do capitalismo assim foi a enfrentada pelos EUA e os países da Europa na década de 1970. Esses a superaram através do aprofundamento de instituições capitalistas pró-livre mercado, com as políticas do Reaganomics e a difusão da ideologia neoliberal. O Japão, por outro lado, conseguiu postergar essa crise, que deveria ter ocorrido nos anos 1970, por mais de uma década, devido à manutenção da taxa de lucro das suas empresas através do ganho de competitividade dessas frente aos EUA, tanto tecnicamente quanto, e principalmente, pela depreciação do iene.

A apreciação do iene e os efeitos especulativos decorrentes disso, que minaram o balanço patrimonial dos agentes econômicos, causaram as expectativas deflacionárias, a armadilha de liquidez e puseram em xeque as instituições do capitalismo anticapitalista japonês, estão ligadas a essa lei tendencial.

REFERÊNCIAS

ANTEWEILER, W. **Pacific Exchange Rate Service - Foreign Currency Units per 1 U.S Dollar, 1950-2018**. University of British Columbia, 2019. Disponível em: <http://fx.sauder.ubc.ca/etc/USDpages.pdf> (acesso em 29/10/2021)

BANK OF JAPAN (BOJ). **Statistics**. Vários anos. Disponível em: <https://www.boj.or.jp/en/statistics/index.htm/> (Acesso em 29/10/2021)

BUENO, E. U.; CASTELLI, J. R. **Crise de Balance Sheet, Instabilidade Política e Expectativas: a crise global japonesa de 1991 e suas lições para o atual contexto da crise global**. In: Anais do V Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira, São Paulo, 2012.

BURKETT, P.; HART-LANDSBERG. M. The economic crisis in Japan: mainstream perspectives and an alternative view. **Critical Asian Studies** v. 35, n. 3, 2003. pp. 339-372.

HOSHI, T.; KASYAP, A. K. Japan's financial crisis and economic stagnation. **The Journal of Economic Perspectives**, vol.18, n.1, pp. 3-26.

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

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

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

INOUCHI, T. Japanese contemporary politics. Towards a new interpretation. In: SEGERS, R. T. (Org.). **A New Japan for The Twenty-First Century**. Abingdon, Routledge, 2008.

KEYNES, J. M. **A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**. Nova Cultural, São Paulo, 1996.

KOO, R. C. **The Holly Grail of Macroeconomics: lessons from Japan's Great Recession**. Singapura: John Wiley & Sons (Asia) Pte. Ltd., 2008.

KOO, R. C. "The world in balance sheet recession: causes, cure, and politics". *Real-world Economics Review*, no. 58, 12 December 2011, pp.19-37.

KRUGMAN, P. **Japan's Trap**. Princeton University, maio 1998. Disponível em: https://www.princeton.edu/~pkrugman/japans_trap.pdf (Acesso em 02/11/2021)

LEÃO, B. G. C. **Japão, China e a integração econômica do Leste Asiático: papel dos Estados Nacionais e redes produtivas**. Brasília, FUNAG, 2010.

LEVI, M. L. Liberalização Financeira, Bolha Especulativa e Crise Bancária no Japão. **Revista de Economia Política**. v. 17, n 1, p. 40-59, jan/mar 1997. Disponível em: <http://www.rep.org.br/pdf/65-3.pdf> (Acesso em 01/11/2021)

NAGASAKA, T. Japan as a changing civil society. Public philosophy and the three-sector model. In: SEGERS, R. T. (Org.). **A New Japan for The Twenty-First Century**. Abingdon, Routledge, 2008.

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

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

TORRES FILHO, E. 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, 1997a.



TORRES FILHO, E. T. A Crise da economia japonesa nos anos 90: impactos da bolha especulativa. **Revista de Economia Política**, v. 17, n 1, p. -19, jan/mar 1997b. (Disponível em: <http://www.rep.org.br/pdf/65-1.pdf> (Acesso 01/11/2021))

TORRES FILHO, E. T. Economia do Japão Vai Mal e Pode Piorar. Rio de Janeiro: **Valor Econômico**, 18/06/2001. Disponível em: <http://www.race.nuca.ie.ufrj.br/journal/t/torres1.doc>. (Acesso em 01/11/2021)

WORLD BANK. **World Bank Open Data**. Disponível em: <https://data.worldbank.org/> (Acesso em 02/11/2021)