BRUNO HATTO

A crise japonesa dos anos 1990 à luz da Hipótese da Instabilidade Financeira de Hyman Minsky

Campinas
2014

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS

INSTITUTO DE ECONOMIA

BRUNO HATTO

A crise japonesa dos anos 1990 à luz da Hipótese da Instabilidade Financeira de Hyman Minsky

Profa. Dra. Daniela Magalhães Prates– orientadora

Prof. Dr. Rogério Pereira de Andrade- co-orientador

Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Econômicas, da Universidade Estadual de Campinas para obtenção do título de Mestre em Ciências Econômicas.

ESTE EXEMPLAR CORRESPONDE À VERSÃO FINAL DA DISSERTAÇÃO DEFENDIDA PELO ALUNO BRUNO HATTO ORIENTADA PELA PROFA. DRA. DANIELA MAGALHÃES PRATES.

Orientador

CAMPINAS
2014

Ficha catalográfica
Universidade Estadual de Campinas
Biblioteca do Instituto de Economia
Maria Teodora Buoro Albertini - CRB 8/2142

H289c

Hatto, Bruno, 1984-
A crise japonesa dos anos 1990 à luz da hipótese da instabilidade financeira de Hyman Minsky / Bruno Hatto. – Campinas, SP : [s.n.], 2014.

Orientador: Daniela Magalhães Prates.
Coorientador: Rogério Pereira de Andrade.
Dissertação (mestrado) – Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia.

1. Minsky, Hyman P., 1919-. 2. Crise econômica - Japão. I. Prates, Daniela Magalhães,1970-. II. Andrade, Rogério Pereira de,1958-. III. Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia. IV. Título.

Informações para Biblioteca Digital

Título em outro idioma: Japan´s crisis in the 1990s under Hyman Minsky´s financial instability hypotesis
Palavras-chave em inglês:
Minsky, Hyman P., 1919-
Economic crisis - Japan
Área de concentração: Teoria Econômica
Titulação: Mestre em Ciências Econômicas
Banca examinadora:
Daniela Magalhães Prates [Orientador]
Carlos Eduardo Ferreira de Carvalho
Bruno Martarello de Conti
Data de defesa: 07-05-2014
Programa de Pós-Graduação: Ciências Econômicas

UNICAMP

DISSERTAÇÃO DE MESTRADO

BRUNO HATTO

A crise japonesa dos anos 1990 à luz da Hipótese da Instabilidade Financeira de Hyman Minsky

Defendida em 07/05/2014

COMISSÃO JULGADORA

Profa. Dra. DANIELA MAGALHÃES PRATES
Instituto de Economia / UNICAMP

Prof. Dr. CARLOS EDUARDO FERREIRA DE CARVALHO
PUC/SP

Prof. Dr. BRUNO MARTARELLO DE CONTI
Instituto de Economia / UNICAMP

À minha filha, Lilian Akemi

AGRADECIMENTOS

Gostaria de agradecer em primeiro lugar a Deus, pelo dom da vida e pela graça do conhecimento.

Agradeço também à minha família, por terem suportado minhas incontáveis horas na frente do computador. Sem o amor e a compreensão de vocês, Érica e Lilian, este trabalho nunca teria sido possível.

Agradeço ainda a meus amigos da Secretaria Municipal de Cultura, pelo trabalho dobrado causado por minhas ausências.

Finalmente, agradeço a meus orientadores, Daniela Magalhães Prates e Rogério Pereira de Andrade, pela paciência, disponibilidade e atenção em ler, reler e melhorar o textos tantas vezes, com sugestões sempre pertinentes. Na pessoa deles, estendo minha gratidão a cada um dos docentes do Instituto de Economia da Unicamp que contribuiu para que os conhecimentos necessários à realização deste trabalho fossem desenvolvidos.

RESUMO

A crise econômica que atingiu o Japão durante os anos 1990 interrompeu uma trajetória de quarenta anos de forte crescimento, que conduziu o país de um cenário destruído pela guerra à posição de segunda maior economia do mundo nos anos 1960. O objetivo desta dissertação é analisar os determinantes e consequências dessa crise, utilizando-se como referencial teórico a Hipótese da Instabilidade Financeira desenvolvida por Hyman Minsky. Procura-se argumentar que a forma de atuação dos principais agentes econômicos japoneses (empresas, bancos e famílias) após as mudanças verificadas nos contextos doméstico e externo nos anos 1970 e 1980, cuja interação culminou na crise, pode ser compreendida a partir da teoria minskyana, embora sejam necessárias algumas adaptações para sua aplicação a este caso específico Os argumentos estão organizados da seguinte forma. No primeiro capítulo, apresenta-se a perspectiva teórica utilizada, com base na contribuição original de Minsky e nas análises dessa contribuição realizadas por outros autores pós-keynesianos. No segundo capítulo, descreve-se as principais características do arranjo institucional liderado pelo Estado japonês para estimular o investimento e recuperar a economia do país após a segunda guerra mundial, implantado entre 1950 e o primeiro choque do petróleo em 1973. No terceiro capítulo, analisa-se a desestruturação desse arranjo durante os anos 1970 e 1980, mostrando seus reflexos sobre o comportamento dos agentes e o processo de formação da bolha especulativa no final da década de 1980. Apresenta-se ainda os impactos da desaceleração dos preços dos principais ativos no desempenho da economia japonesa ao longo dos anos 1990, bem como as medidas implementadas pelas autoridades econômicas com o intuito de estimular sua recuperação.

Palavras-chave: crise japonesa, Hipótese da Instabilidade Financeira de Minsky, posturas financeiras, bolhas especulativas.

ABSTRACT

The economic crisis that stroke Japan during the 1990s broke the growth trajectory that had started forty years earlier and transformed a country destroyed by the Second World War into the second biggest economy in the planet in the 1960s. This paper analyses the causes and consequences of this crisis, using Hyman Minsky´s Financial Instability Hypothesis. It argues that the behavior of the main economic agents (enterprises, banks and families) after the changes in the world and domestic economies occurred in the 1970s and 1980s, whose interaction led to the crisis, can be understood under the Minskyan theory, with a few adaptations to this specific case. The paper is separated into three chapters: in the first chapter, it presents the main aspects of Minsky´s theory used in the analysis with the contributions of other post-Keynesian authors. In the second chapter, it describes the institutional arrangement commanded by the Japan State that stimulated the economy´s recovery between the 1950s and the first oil shock in 1973. In the third chapter, it analyzes how this arrangement was broken during the 1970s and the 1980s, showing the reflexes of this process in the agents´ behavior and the formation of the economic bubble in the end of the decade. It also presents the impacts of the deceleration of the asset´s prices in the Japanese economy in the 1990s and the actions taken by the economic authorities looking to stimulate the recovery.

Keywords: Japanese crisis, Minsky´s Financial Instability Hypothesis, financial positions, speculative bubbles.

Índice de Tabelas

Tabela 1. Resultado por setor – poupança/investimento..... 37
Tabela 2. Aplicação de recursos pelo setor financeiro..... 39
Tabela 3. Taxas médias reais de crescimento da Despesa Nacional Bruta, por categoria de Despesa..... 40
Tabela 4. Planejamento de alocação de fundos pelo MITI..... 42
Tabela 5. Acordos de importação de tecnologias (licenças)..... 43
Tabela 6. Estrutura de um *keiretsu* e participação dos 6 maiores grupos em cada setor..... 47
Tabela 7. Financiamento para a indústria..... 50
Tabela 8. Evolução da produção industrial japonesa por setor..... 55
Tabela 9. Quantidade de domicílios com eletrodomésticos..... 58
Tabela 10. Aplicação de recursos pelas famílias..... 59
Tabela 11. Índice de produção industrial..... 63
Tabela 12. Despesas em P&D como proporção do PNB..... 65
Tabela 13. Índice de produção industrial em termos reais..... 65
Tabela 14. Investimentos diretos acumulados no exterior na indústria de transformação..... 67
Tabela 15. Investimentos diretos acumulados no exterior na indústria de transformação..... 67
Tabela 16. Produção e exportação..... 69
Tabela 17. Saldos comerciais..... 70
Tabela 18. Fontes de financiamento das empresas..... 78
Tabela 19. Lucros pré-impostos em 1986..... 79
Tabela 20. Fluxos bilaterais de comércio..... 81
Tabela 21. Participação no total do ativo das empresas..... 84
Tabela 22. Ativos e passivos de curto prazo dos bancos autorizados a operar com moeda estrangeira..... 90
Tabela 23. Empréstimos dos *City Banks* por setor..... 91
Tabela 24. Maturidade dos empréstimos..... 93
Tabela 25. Gasto total do governo japonês..... 108
Tabela 26. Déficit estrutural de outros países em momentos de crise..... 110

Tabela 27. Classificação de risco dos *City Banks*.....121
Tabela 28. Crescimento anual de depósitos.....121
Tabela 29. Indicadores financeiros.....124

Índice de Gráficos

Gráfico 1. Preços de oferta e de demanda.....19
Gráfico 2. Taxa média de crescimento do PNB real entre 1961 e 1973.....35
Gráfico 3. Renda per capita..... 35
Gráfico 4. Composição da pauta de exportações.....55
Gráfico 5. Composição da pauta de importações.....56
Gráfico 6. Renda média das famílias.....57
Gráfico 7. Crescimento médio da produtividade entre 1970 e 1983..... 66
Gráfico 8. Valor das exportações.....68
Gráfico 9. Taxa de câmbio iene-dólar.....74
Gráfico 10. Dívida pública mobiliária do governo central japonês.....76
Gráfico 11. Uso de recursos das empresas.....80
Gráfico 12. Relação entre ativos tangíveis e financeiros das empresas japonesas..... 85
Gráfico 13. Pagamento de juros e dividendos..... 85
Gráfico 14. Capacidade produtiva e produção industrial.....86
Gráfico 15. Proporção entre os depósitos a juros livres e o total de depósitos.....89
Gráfico 16. Proporção entre os empréstimos com prazo superior a um ano e o total dos empréstimos.....92
Gráfico 17. Lucros dos bancos.....94
Gráfico 18. Ativo das famílias.....96
Gráfico 19. Relação entre crédito imobiliário e o total.....96
Gráfico 20. Financiamento para o consumo.....97
Gráfico 21. Gasto médio mensal com bens duráveis.....97
Gráfico 22. Relação entre dívidas e a renda das famílias.....98
Gráfico 23. Taxa oficial de redesconto na segunda metade dos anos 1980.....100
Gráfico 24. Comparação da valorização das bolsas de valores norte-americana (Dow Jones) e japonesa (Nikkei 225)..... 102
Gráfico 25. Preço dos imóveis nas seis maiores cidades japonesas..... 103
Gráfico 26. Índice Nikkei..... 105

Gráfico 27. Crescimento do PIB japonês.....106
Gráfico 28. Taxa de redesconto nos anos 1990..... 112
Gráfico 29. Evolução das exportações japonesas..... 123

Sumário

INTRODUÇÃO 1
CAPÍTULO 1: A HIPÓTESE DA INSTABILIDADE FINANCEIRA DE MINSKY 5
1.1. Introdução 5
1.2. O modelo de precificação relativa de ativos com base em Keynes 6
1.3. A hipótese da instabilidade financeira 7
1.3.1. O papel das instituições financeiras 13
1.3.2. As empresas 16
1.3.3. As famílias 21
1.4. Os mecanismos estabilizadores 23
1.4.1. O Grande Governo 23
1.4.2. O *Big Bank* 26
1.4.3. A atuação combinada do Grande Governo e do emprestador em última instância 28
1.5. Políticas de regulação 30
1.6. Considerações finais 32
CAPÍTULO 2: O MODELO DE DESENVOLVIMENTO JAPONÊS NO PERÍODO DE CRESCIMENTO ACELERADO 33
2.1. Introdução 33
2.2. O modelo de crescimento japonês entre 1955 e 1973 34
2.2.1. O sistema financeiro 36
2.2.2. As políticas públicas 39
2.2.2.1. Política industrial 40
2.2.2.2. Políticas cambial, monetária, fiscal e de comércio exterior 45
2.2.3. A estrutura produtiva 46
2.2.3.1. O papel do main bank 51
2.2.3.2. O desempenho da indústria por setor 54
2.2.4. As famílias 57
2.3. Considerações finais 59
CAPÍTULO 3: A CRISE JAPONESA DOS ANOS 1990 À LUZ DA HIPÓTESE DA INSTABILIDADE FINANCEIRA DE MINSKY 61
3.1. Introdução 61
3.2. Os impactos dos choques do petróleo e do Acordo de Plaza 62

3.2.1. Os impactos dos choques do petróleo 62
3.2.2. Os impactos do Acordo de Plaza 70
3.2.3. Impactos sobre a dívida pública 75
3.3. A formação da bolha especulativa 76
3.3.1. O comportamento das empresas 77
3.3.2. O comportamento dos bancos 87
3.3.3. O comportamento das famílias 95
3.3.4. A política monetária na segunda metade dos anos 1980 98
3.3.5. A aceleração dos preços dos ativos 100
3.4. A crise dos anos 1990 107
3.4.1. A ação do Grande Governo, a política monetária e a recuperação de 1994-96 107
3.4.2. A crise bancária de 1997 e a ação do emprestador em última instância 112
3.4.2.1. O emprestador em última instância 115
3.4.2.1.1. As deficiências da rede de proteção de depósitos 116
3.4.2.1.2. Os créditos inadimplentes 119
3.5. Crise minskyana ou armadilha de liquidez? 124
3.6. Considerações finais 126
CONCLUSÕES 129
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS 133

INTRODUÇÃO

Após a ruptura do regime de Bretton Woods em 1973, o sistema financeiro internacional passou a ter como características principais a volatilidade das taxas de câmbio, a desregulação dos mercados financeiros e a importância crescente dos fluxos de capitais de natureza especulativa, elementos que tornaram mais frequentes a ocorrência de crises financeiras nos países desenvolvidos e em desenvolvimento. Mesmo os setores não financeiros, como as empresas e as famílias, começaram a aplicar maior volume de recursos no mercado de capitais, ampliando a instabilidade das economias capitalistas.

Dentre as crises financeiras que eclodiram desde então[1], a crise japonesa da década de 1990 pode ser considerada uma das mais graves até a eclosão da crise financeira global de 2007-2009. Esta crise interrompeu o vigoroso crescimento econômico experimentado pelo Japão desde a década de 1950, que possibilitou a transformação de um país destruído pela segunda guerra mundial para uma das principais economias do planeta, trajetória ancorada na sua indústria, que se tornou uma das mais modernas do mundo, chegando a rivalizar (e, em alguns mercados, ultrapassar) os concorrentes dos Estados Unidos. Toda essa dinâmica, porém, foi interrompida a partir de 1991 em virtude de uma crise de severas proporções que afetou os principais agentes da economia, em especial os bancos.

O caso japonês é rico em função de suas particularidades, que o difere do modelo adotado nos Estados Unidos. O forte controle exercido pelo Estado sobre a economia entre as décadas de 1950 e 1970 impôs fortes restrições sobre os mercados financeiros por muito mais tempo que seu equivalente estadunidense, o que garantiu que os recursos fossem direcionados para a atividade produtiva. Os principais agentes – famílias, empresas e bancos – apoiaram essas medidas, a partir do projeto de recuperação da nação japonesa, atingida pela guerra e, em particular, pelas duas bombas atômicas que encerraram o conflito. Curiosamente, são as mudanças na estratégia desses mesmos agentes, no novo contexto dos anos 1970 e 1980, que contribuíram para a formação da bolha especulativa no final da década de 1990.

[1] A título de exemplo, pode-se destacar ainda a crise estadunidense de meados dos anos 1970 e os problemas enfrentados pela bolsa de valores de Nova York em 1987, na chamada Black Monday, além da crise da dívida externa dos países latino-americanos nos anos 1980, as crises gêmeas dos países emergentes nos anos 1990 e a crise *subprime,* que se transformou numa crise financeira global em setembro de 2008.

A partir destas constatações, optou-se pela utilização da hipótese da instabilidade financeira, juntamente com outras contribuições desenvolvidas por Hyman Minsky, como marco teórico para este trabalho. Como o próprio autor destaca ao tratar do caso estadunidense dos anos 1970 (MINSKY, 1986), qualquer explicação de uma crise que não incorpore fatores endógenos deixa de lado importantes elementos que enriquecem a análise, e, em particular, o comportamento dos agentes na economia. No caso do Japão, esse comportamento assemelhou-se muito ao presente na teoria minskyana, o que justifica sua utilização como referencial teórico, ainda que, como qualquer teoria, não englobe todos os fatores existentes.

Embora essa teoria tenha sido desenvolvida a partir de uma caso particular, a crise estadunidense dos anos 1970, fornece elementos para a compreensão das crises financeiras em economias capitalistas. Nessas economias, a lógica intrínseca de atuação dos agentes, de busca por lucros mais elevados, resulta em posições financeiras cada vez mais arriscadas em contextos econômicos favoráveis, quando predomina o otimismo..

Alguns autores já utilizaram a teoria minskyana para explicar outras crises, sendo que seus elementos estão presentes em várias explicações sobre a crise *subprime* nos Estados Unidos, entre as quais podemos destacar os trabalhos de Kregel (2007a) e Wray (2007). Outros trabalhos utilizaram- se do mesmo referencial teórico para discutir outras crises, como a asiática (KREGEL, 1998). O trabalho de Chow e Foster (2010) aplica essa teoria para o caso japonês com o objetivo de comparar com a crise estadunidense recente e, por este motivo, possui alcance mais limitado.

Na mesma linha desses autores, a presente dissertação procura explicar a dinâmica econômica que levou à crise japonesa dos anos 1990, bem como a reação das autoridades e dos demais agentes após sua eclosão, tendo como base a teoria desenvolvida por Minsky e complementada por outros autores pós-keynesianos. Para tanto, antes de tratar especificamente do caso japonês, apresentam-se as linhas gerais desta teoria no primeiro capítulo, com destaque para a hipótese da instabilidade financeira e para os mecanismos que o autor propõe para superar a crise e conduzir a economia em questão de volta à normalidade.

Após a contextualização teórica, o foco volta- se para o Japão, iniciando-se com o detalhamento do arranjo formado durante o período de elevado crescimento entre 1955 e 1973, mostrando-se de que maneira a cooperação entre os diversos agentes permitiu que a economia do

país lograsse um verdadeiro “milagre”, ou seja, taxas elevadas de crescimento entre as décadas de 1950 e 1970, ancoradas no dinamismo da indústria. Este arranjo é tratado no segundo capítulo.

Tendo apresentado os elementos teóricos e históricos, o terceiro capítulo trata mais diretamente da formação da bolha especulativa, lançando luz sobre os principais elementos que originaram a aceleração dos preços das ações e imóveis, mostrando ainda como a desestruturação do modelo anterior contribuiu para esse movimento. O capítulo apresenta também como a crise se desenvolveu, transformando-se numa crise bancária de grandes proporções, e em que medida a atuação tardia das autoridades econômicas contribuiu para a sua disseminação.

Finalmente, seguem-se algumas conclusões que procuram resumir as principais ideias desenvolvidas nos capítulos anteriores.

CAPÍTULO 1: A HIPÓTESE DA INSTABILIDADE FINANCEIRA DE MINSKY

1.1. Introdução

A teoria econômica predominante antes de Hyman Minsky defendia que a ocorrência de crises financeiras era causada unicamente por choques exógenos, ou seja, sem qualquer relação com o comportamento dos agentes que participavam da economia. A hipótese da instabilidade financeira mostrou que, ao contrário, são exatamente as decisões dos agentes, na busca pelo lucro, que geram as turbulências, através da tomada de posições financeiras mais arriscadas, que reduzem as margens de segurança de suas operações.

A mudança de enfoque, desenvolvida a partir da teoria elaborada por Keynes, coloca maior pressão sobre as autoridades, que precisam desenvolver mecanismos de intervenção em duas frentes distintas, embora complementares: o Grande Governo (*Big Government*) e o emprestador em última instância (*Big Bank*).

O presente capítulo apresenta os principais aspectos da teoria desenvolvida por Minsky, com destaque para sua hipótese de instabilidade financeira. Para tanto, após esta introdução, discutem-se as adaptações de Minsky ao modelo de precificação de ativos desenvolvido por Keynes, focando-se na inclusão do financiamento das operações. Em seguida, descreve-se sua hipótese da instabilidade financeira, mostrando de que modo os agentes assumem posições mais arriscadas no decorrer do ciclo econômico. A seguir, apresentam-se os mecanismos sugeridos por Minsky para a superação das crises. Na sequência, mostram-se algumas de suas propostas para melhorar a regulação, visando evitar que os agentes assumam maiores riscos nos períodos de estabilidade. O capítulo termina com algumas considerações finais.

1.2. O modelo de precificação relativa de ativos com base em Keynes

No capítulo 17 da Teoria Geral (KEYNES, 1936), Keynes desenvolveu seu modelo de precificação relativa de ativos (no sentido que possui o objetivo de comparar os diversos tipos de ativos), atribuindo a cada um quatro atributos principais: as quase-rendas (q), representando os ganhos que se espera obter com sua posse ou utilização, por exemplo, os fluxos de rendimentos esperados a partir da produção ao longo da vida útil de um bem de capital; o custo de manutenção ou carregamento (c), equivalente às perdas decorridas unicamente pelo passar do tempo, mesmo que não sejam utilizados no processo de produção; a mudança no seu preço (a), de acordo com o comportamento do mercado em questão, que pode levar à apreciação ou depreciação do preço pelo qual o ativo foi adquirido; e o prêmio de liquidez (l), entendido como a capacidade de converter o ativo em moeda rapidamente e sem perda de valor, oferecendo, desta forma, uma segurança ao seu detentor. A taxa própria de juros de um ativo, portanto, é representada pela soma q – c + a + l, e representa

> uma medida de seu rendimento total esperado, medido não somente em termos do direito de renda implícito nele, mas também em termos da conveniência de sua posse e dos ganhos de capital que podem ser obtidos com sua venda. Assim, cada ativo oferecerá uma taxa própria de juros, e os investidores escolherão aqueles que oferecerem as mais altas taxas de retornos possíveis (CARVALHO ET AL. 2000: p. 55).

A taxa própria de juros de um ativo reflete, portanto, uma expectativa em relação aos seus atributos ao longo do tempo, podendo variar de acordo com as mudanças macro e microeconômicas que cada agente precisa enfrentar. A comparação entre o resultado dos três primeiros atributos e o prêmio de liquidez, em especial, revela as preferências por ativos mais ou menos líquidos, podendo se originar de uma necessidade imprevista ou repentina de recursos e de oportunidades de investimentos que vierem a aparecer (CARVALHO ET AL., 2000).

Segundo a importância de cada atributo, Keynes (1936) dividiu os ativos em três grandes grupos. No primeiro estão os bens de capital e os de capital de consumo (por exemplo, uma casa), que possuem expectativa de geração de elevadas quase-rendas ou de alta valorização de preço, que compensem o custo de manutenção positivo e a liquidez praticamente insignificante. No segundo caso, estão os estoques, que apresentam alto custo de carregamento e liquidez baixa (a

partir de certa quantidade, torna-se mais difícil colocar as mercadorias à venda), mas geram a expectativa de que, em períodos futuros, a variação de seu preço venha a compensar o tempo que as mercadorias permaneceram fora do mercado[2]. No terceiro caso está a moeda, com quase-rendas e custo de carregamento nulos, mas liquidez plena(MINSKY, 1975).

A análise daquele autor, então, concentrou-se no terceiro grupo, abrangendo também o tempo e a incerteza: dúvidas em relação ao comportamento futuro da economia levam os indivíduos a manter parte de sua riqueza na forma monetária, seja de forma precaucional, seja para aproveitar eventuais oportunidades futuras de investimento, principalmente devido às expectativas de variação das taxas de juros (definido por Keynes como motivo especulação) (CARVALHO ET AL., 2000).

Minsky (1986) toma como ponto de partida este modelo de Keynes e incorpora o lado passivo das operações, tendo em vista que as aquisições de bens de capital, de consumo e até mesmo de alguns ativos financeiros são realizadas por meio da captação de recursos junto a outros agentes, seja na forma de crédito bancário, seja por meio da emissão de títulos no mercado de capitais (ações, títulos e outros papéis). Enquanto os atributos q, a e l dependem da validação das expectativas formadas no momento da aquisição do ativo, podendo vir a se realizar ou não (caso o nível de vendas de um produto fique abaixo do esperado, por exemplo, o valor real das quase-rendas será menor que o previsto inicialmente), os custos financeiros geram compromissos certos, que precisam ser pagos no futuro, trazendo em quase todos os casos (com exceção da moeda e de ativos adquiridos apenas com recursos próprios) a possibilidade de seu custo superar seu rendimento, que é a base para sua divisão das posturas financeiras, como será visto a seguir.

1.3. A hipótese da instabilidade financeira

Ao tratar do lado passivo das operações, Minsky dá o primeiro passo para a demonstração da hipótese da instabilidade financeira, na qual os períodos de crise são inerentes ao capitalismo,

[2] Nesses dois casos, a capitalização das quase-rendas para um ativo ilíquido representa apenas uma avaliação dos fluxos de caixa esperados que ele possa obter, não seu preço de venda no mercado, caso contrário sua liquidez seria significativa e deveria ser incorporada na soma.

ocorrendo de forma endógena a partir das decisões dos agentes, não necessitando, desta forma, de choques externos (embora sua ocorrência possa acelerar o processo).

A partir dos fluxos de receitas esperadas e compromissos assumidos, as unidades são divididas em três grandes grupos de posições: *hedge*, especulativa e Ponzi. O primeiro caso é o mais seguro, em que as receitas são suficientes para cobrir o serviço da dívida (amortização do principal e juros) em todos os períodos, de modo que não há necessidade de retornar ao mercado para refinanciar a dívida, exceto se as expectativas de receita não se confirmarem. As unidades com essa posição não são influenciadas por elevações nas taxas de juros ou modificações nos termos de empréstimos por parte das instituições financeiras ou dos mercados de capitais, sendo influenciadas somente por modificações no mercado de bens, e geralmente possuem em seu portfólio bens líquidos, como títulos públicos ou *commercial papers* (MINSKY, 1975).

As unidades com posição especulativa recebem esse nome porque precisam retornar aos mercados financeiros, especulando que, nesse momento, encontrarão os termos de empréstimos iguais ou até melhores que os da dívida inicialmente contraída. Essa necessidade de refinanciamento ocorre devido aos pagamentos serem superiores às receitas esperadas em alguns períodos, normalmente no início do projeto, sendo essa posição característica de agentes que financiam a aquisição de ativos de longa duração com recursos de curto prazo, mas a utilização do ativo gera receitas esperadas suficientes para cobrir os pagamentos iniciais e o refinanciamento, de modo que a aquisição do ativo seja lucrativa. O montante a ser refinanciado, nesse caso, engloba apenas os juros (total ou parcialmente), não atingindo o principal, de modo que o volume da dívida não se eleva. Em virtude dessa necessidade de refinanciamento, essas unidades normalmente possuem moeda em seus balanços e linhas de crédito acordadas com instituições financeiras (MINSKY, 1975).

As unidades especulativas, além de sofrerem os impactos de mudanças nos mercados de bens, também são afetadas por alterações nos mercados financeiros, especialmente elevações nas taxas de juros, que podem fazer com que a soma dos fluxos de pagamentos supere a dos fluxos de receitas, tornando o projeto (e até mesmo a unidade) insolvente, situação não enfrentada pelas unidades *hedge*: enquanto naquele caso qualquer patamar de taxa de juros permite o pagamento das dívidas, nas unidades com posição especulativa alguns valores impedem que os compromissos assumidos sejam pagos (BELLOFIORE e FERRI, 2001). Diante da deterioração dos termos de empréstimos, a unidade pode recorrer à venda de outros ativos, iniciando um

movimento de deflação de seus preços (MINSKY, 1986). Segundo Minsky (1975), existem quatro razões principais para um agente possuir um fluxo de serviço da dívida maior que o de receitas: (I) a implantação de grandes projetos de investimentos; (II) quando as receitas revelam-se superestimadas, por erro de previsão ou decorrente de algum acontecimento posterior à assunção da dívida; (III) em virtude de possuir devedores em atraso ou inadimplentes; (IV) quando se espera que as condições de empréstimos de longo prazo no futuro serão melhores que no momento de contratação das dívidas, optando-se inicialmente por financiamento de curto prazo para posterior refinanciamento.

As unidades com posição Ponzi são as que assumem o maior risco, pois o fluxo de receitas é inferior ao pagamento do serviço da dívida em todos ou quase todos os períodos, mas, ao contrário das unidades especulativas, é necessário refinanciar não apenas os juros, mas também o principal, de modo que o volume total da dívida aumenta. Nesses casos, há a expectativa de que as quase-rendas dos períodos finais, ou a elevação do preço do ativo no final do período, compensem os pagamentos iniciais e os compromissos assumidos pelo refinanciamento. Esses agentes também estão vulneráveis a mudanças nos mercados de bens e financeiros, de forma ainda mais acentuada que no caso anterior: uma pequena alteração na taxa de juros pode ser suficiente para tornar um projeto insolvente (BELLOFIORE e FERRI, 2001). Essa situação é ainda mais grave pelo fato de, em períodos de valorização de preços de ativos (boom), as autoridades geralmente elevam a taxa de juros, visando conter a aceleração dos preços. Assim como nas unidades especulativas, pode ser necessária a venda de outros ativos para fazer frente aos compromissos financeiros (MINSKY, 1975).

A queda na demanda por bens e serviços, e a consequente redução das quase-rendas, podem transformar uma unidade *hedge* em especulativa (e, em casos extremos, até em Ponzi), enquanto o aumento dessa demanda pode levar uma unidade especulativa para a posição *hedge* e Ponzi para especulativa (ou, em períodos de boom, para *hedge*, caso o ativo gere quase-rendas elevadas por curto período). Alterações nos termos de empréstimos também podem causar a deterioração da posição especulativa para Ponzi, enquanto reduções nas taxas de juros podem melhorar a posição de Ponzi para especulativa, ou até para *hedge* (MINSKY, 1986).

A participação de cada grupo de posições define o grau de fragilidade de uma economia: quando predominam posições *hedge*, existe maior segurança; por outro lado, quando prevalecem estruturas especulativas e Ponzi, a vulnerabilidade é mais latente. Ademais, quando houver maior

quantidade de agentes que necessitam dos mercados financeiros para refinanciar suas dívidas, menor será a liberdade das autoridades para elevar a taxa de juros, restringindo, assim, a liberdade da política monetária. Esse problema se revela de forma especial nos períodos de forte crescimento (boom), quando os agentes abandonam a liquidez em favor de posturas mais arriscadas, que trazem retornos maiores, conforme descreve a teoria minskyana (MINSKY, 1986).

Minsky (1986) desenvolve sua análise das crises financeiras a partir de uma economia estável, em que predominam as posições *hedge*. O sistema financeiro é robusto, com baixa proporção entre os empréstimos e os depósitos, enquanto as empresas e as famílias possuem grande volume de recursos líquidos em suas carteiras, fruto de elevada preferência pela liquidez. Esse ambiente tranquilo aumenta a confiança em relação à ocorrência de cenários futuros otimistas, levando os agentes a abrir mão da liquidez em favor das oportunidades de lucros, ao mesmo tempo em que as instituições financeiras estão dispostas a aumentar o volume de empréstimos. Ocorre, então, a passagem de unidades com postura hedge para especulativa, aumentando a instabilidade (MINSKY, 1986).

Em um ambiente de estabilidade, cresce o número de bons pagadores, pois o impacto do crescimento econômico sobre a renda compensa erros que em outros períodos se revelariam desastrosos. A proporção de agentes com avaliação positiva cresce, levando os bancos a elevar também o volume de empréstimos. Nas palavras de Kregel (1997), "it is the expansion that validates more risky projects, rather than any change in evaluation on the part of the lender." (p. 545). As baixas taxas de juros e o aumento do apetite pelo risco por parte das instituições financeiras tornam a oferta de crédito altamente elástica. Os agentes, então, veem atendidas suas solicitações de empréstimos, elevando seus compromissos financeiros futuros e deteriorando sua posição (KREGEL, 1997). O problema, desta forma, está no método utilizado para a avaliação do risco dos demandantes de crédito, embora a concorrência também desempenhe papel importante: as instituições financeiras (e empresas) que não adotam posturas mais arriscadas alcançam menores retornos, e podem ser forçadas a se retirar do mercado (NASICA, 2010).

Os recursos obtidos por meio do crédito bancário são utilizados, em sua maioria, na aquisição de "bens instrumentais", ou seja, ativos não financeiros, nos quais se destacam os bens de capital, incentivando sua produção e a dos demais setores, estimulando a renda e o emprego. O bom desempenho dos primeiros projetos, em que os lucros superam a expectativa inicial, levam

os agentes a minimizar sua aversão ao risco, aumentando sua disposição em assumir montante maior de dívidas (BELLOFIORE, HALEVI e PASSARELLA, 2010). Nesse cenário, ainda que algum agente não adote essa postura, o bom desempenho de seus concorrentes levará à obtenção de lucros maiores, podendo até mesmo retirá-lo do mercado, de modo que esse agente também se vê impelido a assumir maiores riscos. A liquidez das carteiras se reduz, evidenciando a maior fragilidade dos agentes. Essas mudanças aquecem a economia até o ponto em que a autoridade monetária, temendo pressões inflacionárias, eleva a taxa de juros, movimento que produz dois efeitos: estimula o desenvolvimento de inovações financeiras e dificulta o refinanciamento dos passivos das unidades em posições especulativas e Ponzi (MINSKY, 1986).

Embora o desenvolvimento de inovações financeiras[3] possa ocorrer em outros períodos, normalmente elas ocorrem quando as taxas de juros são mais elevadas e a demanda por crédito é mais intensa. Esse processo age em sentido contrário ao desejado pela autoridade monetária, estimulando a tomada de empréstimos, ao ampliar o volume de recursos disponíveis a partir do mesmo montante de depósitos. Assim, ao invés de frear o crescimento, ele é potencializado, tendo como contrapartida a deterioração dos balanços das instituições financeiras e dos demais agentes, tendo em vista que essas inovações tendem a se concentrar no curto prazo, aproveitando-se do elevado apetite pelo risco dos agentes (MINSKY, 1957). Os bancos procuram manter em sua posse a menor quantidade possível de fundos ociosos, seguindo a legislação vigente, na certeza de que, caso seja necessário, poderão contar com empréstimos de outros bancos (mercado interbancário) ou do próprio Banco Central, como emprestador em última instância (MINSKY, 1986).

O aumento dos empréstimos bancários é um dos principais responsáveis pela formação de bolhas especulativas, conforme destaca Kindleberger (2000). O aumento dos empréstimos favorece a explosão da alavancagem, entendida como a relação entre os recursos externos e próprios, e reduz a diferença entre as receitas esperadas e o fluxo de pagamentos do serviço da dívida, duas medidas usadas por Minsky como percepção da fragilidade dos agentes. A elevação do volume de dívidas implica o maior comprometimento das receitas esperadas, reduzindo a margem de manobra e a possibilidade de desfrutar de novas oportunidades de investimentos, até o ponto em que, quando as expectativas não se confirmam, os pagamentos se tornam maiores que

[3] Minsky (1957) mostra o desenvolvimento de duas das principais inovações financeiras do mercado norte-americano nos anos 1950, o mercado de fundos federais e os contratos de recompra com instituições não financeiras, e descreve de que modo elas elevaram o crédito e alteraram a atuação da politica monetária.

as receitas. Quando as unidades não mais conseguem refinanciar seus empréstimos, são obrigadas a vender seus ativos para levantar recursos. No momento em que esta necessidade atinge número significativo de agentes, implicando grande volume de ativos sendo vendidos, ocorre uma deflação de preços desses ativos, a principal forma de manifestação da crise para Minsky. No extremo, os agentes não conseguem mais levantar recursos, interrompem seus pagamentos e transferem os problemas para seus credores (MINSKY, 1986).

Além da expansão do crédito bancário, Dymski (2010) complementa a análise minskyana ao mostrar que fluxos de capitais externos podem reforçar a formação de uma bolha especulativa. O Investimento Direto Externo (IDE), quando direcionado para a aquisição de novos bens de capital, amplia o movimento descrito anteriormente; já quando o objetivo é a compra de equipamentos já existentes, impulsiona a valorização das ações. Os fluxos de portfólio, por sua vez, aumentam a demanda por ativos, elevando o preço dos ativos financeiros ou reais (como imóveis, por exemplo). No caso em que os fluxos predominantes são esses últimos, cabe ao setor financeiro do país receptor desenvolver mecanismos de canalização desses recursos para o setor produtivo, caso contrário a possibilidade de ocorrência de bolhas especulativas nos mercados dos ativos adquiridos aumenta.

O resultado e a composição do movimento de capitais, então, são incorporados na análise do movimento interno da economia: em períodos de forte saída de capitais, dificilmente ocorrerá uma bolha especulativa, a menos que os preços internos sejam puxados por movimentos em outros países. Por outro lado, quando a entrada de capitais é mais intensa, os preços dos ativos domésticos tendem a se acelerar, estimulando movimentos especulativos, sendo mais frequente a formação de bolhas (DYMSKI, 2010).

O comportamento dos fluxos de portfólio ganhou maior importância com a emergência dos investidores institucionais, como os grandes fundos de pensão, fundos mútuos e de investimento, a partir do final da década de 1980. Com a necessidade de remunerar o capital de seus investidores, esses fundos buscam ativos seguros de elevada rentabilidade, além de estimularem práticas como fusões e aquisições, com o único objetivo de maximizar o retorno sobre seus recursos. Essa nova realidade, que se insere no que Minsky denominou de "money-manager capitalism", modifica as decisões dos agentes, que precisam se adequar às exigências desses fundos, priorizando práticas de valorização dos preços das ações, como distribuição de dividendos e recompra de papéis, em detrimento dos projetos de investimento. Os impactos

também são sentidos no mercado de trabalho, pois políticas como subcontratação e terceirização aumentam a incerteza dos trabalhadores em relação às suas rendas futuras (MINSKY, 1996; MINSKY e WHALEN, 1997).

Os tópicos a seguir detalham esse processo de deterioração das "margens de segurança" e aumento da alavancagem nos três grandes grupos de agentes privados: as instituições financeiras, as empresas e as famílias.

1.3.1. O papel das instituições financeiras

Os bancos estão entre as principais instituições de uma economia capitalista, pois fornecem os recursos para a realização de projetos de investimentos e para a aquisição de ativos financeiros. Suas receitas decorrem principalmente da diferença entre a taxa cobrada pelos empréstimos e a taxa paga pela obtenção de recursos (o chamado *spread*), sendo esta sua principal operação. Seu ativo é composto também por títulos públicos e privados, ações e reservas no Banco Central, que podem ser utilizadas como garantias para a tomada de recursos no mercado interbancário. Seu passivo, por sua vez, é composto pelos depósitos (tanto à vista quanto os de prazo mais longo), por empréstimos de outros bancos e do Banco Central (MINSKY, 1964).

A principal característica que diferencia os bancos das demais instituições financeiras é sua capacidade de criar moeda mediante a concessão de empréstimos, que resultam na abertura de novos depósitos à vista (moeda escritural), que podem ser utilizados para pagamentos em outras instituições bancárias. Sa principal fonte de recursos são os depósitos, que são também a base para diversos indicadores de controle por parte das autoridades, como a relação entre os empréstimos efetuados e as reservas de contingência, que medem a segurança na posição de cada instituição. Por isso, os banqueiros adotam postura ativa na administração de seus passivos[4], desenvolvendo instrumentos e mecanismos com o objetivo de influenciar a preferência dos

[4] Essas iniciativas correspondem ao quinto estágio da evolução do sistema bancário tal como proposta por Chick (1986), ou seja, referem-se a uma etapa mais recente (a partir dos anos 1950 nos Estados Unidos).

demais agentes, modificando neste processo sua estrutura de remuneração dos depósitos, flexibilizando prazos e as taxas de juros de cada aplicação (MINSKY, 1986).

Tendo em vista a demanda das empresas e das famílias por recursos de terceiros, é a decisão das instituições bancárias de fornecer ou não empréstimos que valida as decisões dos demais agentes. Embora os banqueiros possuam maior conhecimento sobre seu ambiente de negócios que os demais agentes, o futuro é para eles tão incerto quanto para o restante da economia: "Even though bankers may have a better general knowledge of local competitive conditions or the future plans of competitors, they will have no better knowledge of future conditions than anyone else" (KREGEL, 1997: p. 544). A concessão de empréstimos baseia-se, então na análise do histórico de cada demandante, atribuindo-se menor ênfase no projeto para o qual os recursos serão destinados. A justificativa é a incerteza em relação ao futuro, pois projetos rentáveis no momento da contratação podem resultar em prejuízos no período dos pagamentos[5]. Os bons pagadores são contemplados, enquanto aqueles que enfrentaram dificuldades financeiras são deixados de lado, ou precisam lidar com condições mais rígidas, como menores prazos e/ou maiores taxas de juros (KREGEL, 1997). Podem ser ainda exigidos colaterais em valor acima do montante a ser emprestado, uma segurança adicional, que, entretanto, em períodos de dinamismo, em que os preços dos ativos se elevam, amplia a fragilidade, pois os agentes usam a valorização dos preços para assumirem maiores dívidas, fragilizando ainda mais sua posição (NASICA, 2010).

Da mesma forma que os bancos buscam maiores lucros, como os demais empresários, sua preferência pela liquidez também se eleva em períodos de crise. Quando as empresas e as famílias não conseguem arcar com seus compromissos, as receitas dos bancos também são afetadas, e muitas vezes eles próprios passam a enfrentar dificuldades. Nesse momento, as margens de segurança se deterioram, quando não desaparecem completamente, pois o valor dos colaterais também é afetado, podendo cair abaixo do valor da dívida. Nessa situação, eles tendem a priorizar recursos líquidos, como títulos públicos e reservas no Banco Central, reduzindo a concessão de empréstimos, e mesmo os poucos recursos emprestados são direcionados apenas às instituições mais sólidas (em sua avaliação), com termos de empréstimos mais rígidos. Essa atitude dificulta o refinanciamento das posições dos demais agentes, intensificando a crise. Por

[5] Não se trata tampouco de um comportamento irracional, pois como KEYNES (1936) demonstrou, em momentos de incerteza uma das saídas (convenções) é reproduzir padrões passados em cenários futuros.

isso, de nada adianta o Banco Central atuar como emprestador em última instância se não forem desenvolvidos mecanismos que garantam que os recursos recebidos pelos bancos serão repassados na forma de empréstimos, e não aplicados em títulos públicos (MINSKY, 1986).

As condições dos empréstimos interferem no processo produtivo em três momentos: na produção do bem de capital, na sua aquisição e no refinanciamento das dívidas assumidas, quando se tratar de posturas especulativas ou Ponzi. As decisões dos banqueiros, então, impactam tanto os projetos ainda não iniciados, e que podem sequer chegar a ser concretizados, quanto aqueles já em andamento, o que traz consequências mais sérias: as novas taxas de juros podem tornar o projeto insolvente, com os pagamentos efetivos superando as receitas esperadas (MINSKY, 1986).

A análise de Minsky mostra que a instabilidade financeira também atinge as instituições bancárias, e que pode ser estendida, com pequenas modificações, para outras formas de financiamento. A partir do final do Regime de Bretton Woods, a tomada de recursos no mercado de capitais (embora em diversas operações garantidas por alguma linha de crédito bancária) passou a adquirir maior relevância, destacando-se os títulos de dívida e as ações, especialmente na economia norte-americana. As operações com títulos também são baseadas na preferência pela liquidez de cada agente, estando sujeitas a instabilidades, da mesma forma que os empréstimos bancários. Em uma fase de estabilidade, os agentes se sentem mais confiantes em arcar com pagamentos futuros, aproveitando-se de taxas de juros mais baixas para efetuar a emissão de títulos, com o intuito de financiar o investimento. Do lado do comprador dos títulos privados, os períodos de estabilidade também são favoráveis, pois a menor preferência pela liquidez aumenta o valor dos papéis, levando-os inclusive a aceitar aqueles de menor qualidade, mas que geralmente possuem maior remuneração. A existência de mercados secundários é outro fator importante, pois permite que o comprador se desfaça do papel (desde que haja mercado para o mesmo) quando necessário, aumentando a liquidez e reduzindo o risco atrelado ao ativo (MINSKY, 1986).

Assim como no caso dos empréstimos bancários, as expectativas também sofrem reversão com o uso dos títulos por parte das empresas, pois retornos aquém do esperado podem inviabilizar o pagamento dos juros, deteriorando ainda mais a posição do emissor e gerando instabilidade no mercado. Além disso, quanto maior o volume de títulos emitidos por uma empresa, maior o montante de recursos necessário para fazer frente aos compromissos da dívida,

gerando desconfiança por parte dos compradores, que passarão a elevar suas exigências em futuras emissões (como prazos mais curtos ou taxas de juros mais altas, por exemplo) (MINSKY, 1986).

No caso de financiamento por emissão de ações, o movimento é semelhante: nos períodos de estabilidade, o preço destes ativos aumenta com a avaliação otimista das quase-rendas, estimulando novas emissões. Para manter os papéis atrativos, a empresa precisa assumir a distribuição de dividendos, em volume cada vez maior, o que pode comprometer sua saúde financeira. Em uma eventual queda no ritmo da atividade econômica, a empresa pode não atender às exigências do mercado na distribuição dos dividendos, impactando negativamente no preço das ações. Inicia-se, assim, um processo de desvalorização que atinge tanto os novos quanto os antigos acionistas (MINSKY, 1986).

1.3.2. As empresas

As empresas são responsáveis pela variável mais importante em uma economia capitalista: o investimento, por seu efeito multiplicador na renda e no emprego, conforme destacaram Keynes (1936) e Minsky (1986): "Investment is the essencial determinant of the path of a capitalist economy; the government budget, the behavior of consumption and the path of money wages are secondary." (MINSKY, 1986: p. 171). Para investir, porém, é preciso solicitar recursos externos à firma (pelo menos na grande maioria dos casos), na forma de empréstimos, ações ou títulos de renda fixa. Em virtude do elevado tempo de maturação dos bens de capital, esses agentes normalmente adotam uma postura especulativa, pois trabalham com recursos de curto prazo. Sua principal fonte de lucros são as quase-rendas oriundas da utilização dos bens de capital, embora nas últimas décadas tenha ganho importância também o retorno de ativos financeiros. O pagamento dos empréstimos e a distribuição de dividendos são os principais compromissos financeiros.

A decisão de investir implica imobilizar uma grande soma de recursos, além de comprometer parte dos fluxos futuros de renda no pagamento dos financiamentos obtidos no mercado de capitais ou de crédito bancário. Embora os compromissos sejam fixos (contratuais,

no caso de empréstimos e títulos, e variáveis, no caso das ações, mas que se não forem pagos desvalorizam os papéis e dificultam novas emissões), as receitas são esperadas, dependendo do bom funcionamento do setor especificamente e da economia em geral. Como o investimento possui longo prazo de maturação, mudanças no ambiente macroeconômico (aumento do desemprego ou elevação da taxa de juros, por exemplo) ou mesmo previsões excessivamente otimistas podem resultar em receitas menores que as esperadas, colocando a empresa em dificuldades diante de seus credores (MINSKY, 1986)

O investimento, portanto, depende da expectativa do empresário em relação ao futuro, e da confiança depositada nessa expectativa. Mas o futuro é fundamentalmente incerto. Não é possível conhecer todos os cenários possíveis e atribuir uma determinada probabilidade a cada um deles. Trata-se, aqui, de lidar com situações que simplesmente não podem ser previstas, ou incerteza nos termos de Keynes:

> the sense in which I am using the term is that in which the prospect of a European war is uncertain, or the price of copper and the rate of interest twenty years hence, or the obsolescence of a new invention, or the position of private wealth-owners in the social system in 1970. About these matters there is no scientific basis on which to form any calculable probability whatever. We simply do not know (KEYNES, 1937: p. 214).

O investimento é, assim, um salto às cegas em direção ao futuro, com a certeza de que sempre poderão existir acontecimentos capazes de alterar todo o contexto, modificar toda a expectativa e até mesmo tornar um projeto lucrativo insolvente. Em virtude dessa incerteza, Crotty (1994) afirma que um empresário com expectativas racionais jamais tomaria a decisão de investir.

O que leva, então, o empresário a colocar em andamento um grande projeto de investimento? Segundo Keynes (1936), um sentimento capaz de superar todas as probabilidades e incertezas, os chamados *animal spirits*. Diante do futuro incerto, os agentes desenvolvem convenções, comportamentos guiados por padrões socialmente definidos, que lhes dão o ilusório conforto de que sabem o que vai acontecer no futuro. Essas convenções podem assumir três formas: 1) reproduzir no futuro as condições presentes[6]; 2) presumir que as opiniões refletidas hoje nos preços e na produção são as corretas, e, portanto, não serão alteradas; e 3) copiar as

[6] O que não significa copiar exatamente o que acontece no presente. A possível vitória de determinado partido político pode alterar as expectativas, mas ser incorporado na previsão (CROTTY, 1994).

opiniões e decisões de agentes com informações supostamente mais confiáveis (KEYNES, 1936). As convenções aumentam a confiança em relação às expectativas, permitindo a tomada de decisões de forma mais segura, embora ainda incerta. Quanto maior o intervalo em relação ao último erro de previsão, maior a confiança depositada em cenários otimistas (CROTTY, 1994).

Quando o empresário decide investir, efetua a comparação entre dois preços, o de demanda e o de oferta. O preço de demanda diz respeito ao valor das quase-rendas esperadas com a utilização do bem de capital, compensando ou não sua produção: quanto maior o retorno esperado que aquele ativo lhe proporcione, mais disposto o investidor estará em pagar um preço mais alto. Este preço é afetado pelo risco do tomador, que é subjetivo e reflete a aversão ao risco, que leva o empresário a diversificar suas aplicações após certo limite (que varia conforme o agente). Além disso, outro fator que compõe esse risco é a queda dos rendimentos esperados conforme se aumenta a quantidade produzida: como a demanda não é infinitamente elástica, quanto maior o número de bens de capital do mesmo tipo em operação, menor será o lucro por unidade. Assim, o preço de demanda decai a partir de certo limite, caso se perceba que "o compromisso herdado para com esse particular tipo de ativo de capital seja grande demais, de modo que um desejo de diversificar ou desinvestir se torne dominante, ou de que o balanço patrimonial herdado contenha dívidas demais.". (MINSKY, 1975: p, 137), sendo que a curva de demanda se torna mais inclinada conforme o volume investido (MINSKY, 1975).

No outro extremo está o preço de oferta, que é o valor mínimo pelo qual o produtor de bens de capital inicia sua produção, englobando fatores objetivos como a mão de obra, matérias-primas, o mark-up e os custos financeiros, pois a produção dos bens de capital necessita de adiantamentos, e sua produção pode demorar longos períodos, nos quais a empresa também necessitará de recursos. À este cálculo são acrescidos os custos financeiros da empresa que adquire o bem, que também precisam ser pagos em decorrência da compra, ainda que a outro agente e por um período maior de tempo. Quanto maior a proporção de recursos externos sobre os internos (maior alavancagem), maior será o preço de oferta (MINSKY, 1975).

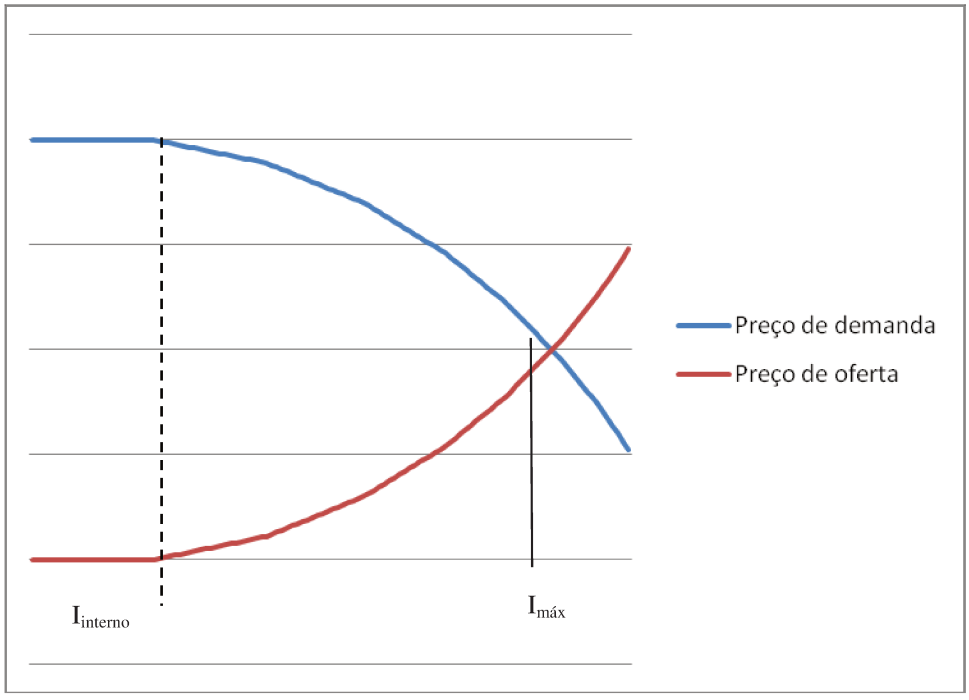
Assim como o risco do tomador reduz o preço de demanda, o preço de oferta é influenciado pelo risco do emprestador, que mede a possibilidade da instituição financeira não receber os pagamentos devidos. Quanto maior o montante a ser investido, maior será o risco de que as expectativas de receitas não se confirmem, e, por consequência, de que o empréstimo não seja pago. Efeito semelhante ocorre com empresas muito endividadas que iniciam novos projetos,

cuja possibilidade de *default* também é maior. A curva de oferta, portanto, se torna mais inclinada, pois a instituição financeira percebe a maior probabilidade das expectativas não se confirmarem, e endurece os termos de empréstimo, aumentando os juros, reduzindo o prazo de pagamento e/ou exigindo maiores colaterais. (MINSKY, 1975).

O Gráfico 1 recupera os principais pontos da comparação entre o preço de demanda e o de oferta. Até o volume em que o investimento pode ser totalmente financiado com recursos próprios ($I_{interno}$), ambos os preços são estáveis, podendo-se alterar somente o patamar de cada um, caso haja mudanças nas quase-rendas esperadas, ou o preço exigido pelo produtor dos bens de capital se eleve. A partir desse ponto, entram em cena os riscos do emprestador e do tomador, que reduz o preço de demanda e aumenta o de oferta, respectivamente, e se intensificam conforme o volume de investimentos (e, portanto, conforme o montante financiado por recursos externos) cresce, causando maior inclinação em ambas as curvas. O investimento será realizado apenas até o montante em que o preço de demanda for superior ao de oferta ($I_{máx}$), caso contrário será mais vantajoso adquirir um bem usado no mercado, ou até mesmo abandonar o projeto (MINSKY, 1975).

Gráfico 1

Preços de oferta e de demanda



Fonte: elaboração própria a partir da análise de MINSKY (1975)

Tomada a decisão de levar adiante o projeto de investimento, a empresa deve formular sua estratégia para fazer frente aos compromissos assumidos, principalmente nos períodos em que se espera que estes sejam maiores que as receitas a serem recebidas. Ela pode manter em seu balanço recursos líquidos, negociar linhas de créditos com instituições financeiras ou esperar que as condições de demanda e de empréstimos não se alterem (ou até mesmo melhorem) até esses períodos.

Além dos impactos que variações nas taxas de juros causam nos fluxos de receitas e pagamentos das empresas, outra preocupação é o movimento da taxa de câmbio, como mostra Kregel (1998). Firmas que precisam importar matérias primas ou possuem dívidas em outras moedas são negativamente afetadas caso a moeda se desvalorize, pois ocorre aumento dos custos produtivos e financeiros em moeda doméstica. No caso de empresas que atuam no comércio exterior, é preciso definir margens de segurança mais amplas nas operações, mesmo porque os dois movimentos podem ocorrer simultaneamente: para fortalecer sua moeda desvalorizada, o governo pode optar pela elevação da taxa de juros. Os efeitos são atenuados, porém, se parte da produção é destinada ao mercado externo (KREGEL, 1998).

A partir dos anos 1970, as grandes corporações passaram a diversificar seus ativos, operando mais intensamente nos mercados financeiros. O crescimento dos lucros não operacionais possui como contrapartida a maior incerteza em relação aos fluxos de receitas, pois mercados financeiros são extremamente voláteis e suscetíveis a crises, podendo transformar lucros potenciais em prejuízos rapidamente. Isso apenas reforça a posição especulativa dessas unidades, aproximando-as cada vez mais de situações Ponzi.

Essa mudança de estratégia em direção aos mercados financeiros está inserida no novo modelo de operação das empresas no ambiente que Minsky (1996) denominou "money-manager capitalism", em que resultados imediatos, oriundos de operações mais arriscadas, recebem mais ênfase que projetos de maior duração. Pressionadas pelos investidores institucionais, que passaram a ser os grandes fornecedores de financiamento dessa nova fase do capitalismo, as empresas deixam o aspecto produtivo em segundo plano, passando a priorizar práticas que levam à valorização de suas ações, com o objetivo de remunerar o capital dos grandes fundos, que, caso contrário, transfeririam seus recursos para outras empresas. Nesse contexto, as empresas passam a concentrar suas atividades nas operações mais rentáveis, terceirizando as demais e formando grandes redes de comércio sob comando das grandes corporações multinacionais. Esse

movimento reduz a necessidade de imobilização de capital, satisfazendo o apetite dos fundos por liquidez. Fusões e aquisições também são estimuladas, desde que o resultado no preço das ações seja positivo, evidenciando a "financeirização" das empresas, que passam a ser tratadas como ativos, assim como qualquer outro, e como tal precisam oferecer retornos compatíveis com o dos mercados financeiros (LAZONICK e O´SULLIVAN, 2000). Para os grandes fundos, é indiferente produzir carros ou especular contra uma determinada moeda ou taxa de juros. O importante é remunerar o capital em ativos líquidos, conforme a legislação que rege cada fundo (MINSKY, 1996).

Nos períodos de crise, a estratégia das empresas também é fundamental, pois caso os resultados negativos levem a demissões em massa, a situação econômica se agravará rapidamente. A queda na demanda reduz as receitas, podendo impossibilitar o pagamento das dívidas, ou obrigando a venda de outros ativos, cujos preços ainda não haviam sido afetados (iniciando um movimento de deflação nesses mercados). Os problemas em seus balanços elevam a preferência pela liquidez desses agentes, que optam por utilizar os recursos disponíveis no pagamento de dívidas passadas, evitando contrair novos compromissos. O investimento, que poderia induzir uma recuperação, mantém-se estagnado, pois as quase-rendas futuras também são afetadas pela queda na demanda, mesmo porque as firmas que desejam investir encontram instituições financeiras pouco dispostas a emprestar. Apenas a ação do Grande Governo, atuando no sentido de sustentar os lucros e, assim, garantir o pagamento das dívidas e evitar que as empresas sejam obrigadas a demitir funcionários, pode estabilizar este cenário, como se verá mais adiante.

1.3.3. As famílias

Ao contrário dos bancos e das empresas, as famílias em sua maioria adotam postura *hedge*. Suas receitas são resultantes da renda do trabalho (principalmente salários), de transferências governamentais e de rendimentos de instrumentos financeiros, segundo a forma na qual mantêm sua riqueza. A renda decorrente do trabalho apresenta menos volatilidade que retornos na produção de bens ou rendimentos de ativos financeiros, embora não esteja isenta de

incertezas: a reestruturação das empresas nas últimas décadas tem precarizado as relações de trabalho, elevando a rotatividade nos empregos e a instabilidade do mercado de trabalho (MINSKY, 1996). A partir dos anos 1970, porém, as famílias aumentaram a participação de ativos financeiros em sua carteira, juntamente com os imóveis e bens duráveis. Um dos principais meios para esse aumento foi a emergência dos investidores institucionais, grandes fundos aglutinadores de poupanças privadas que buscam oferecer a maior rentabilidade possível, frequentemente negligenciando riscos. A crescente informatização das operações também contribuiu para a maior posse de ativos financeiros, ao permitir que maiores volumes de recursos sejam transacionados em intervalos cada vez mais curtos (COUTINHO e BELLUZZO, 1998).

O financiamento do consumo, em especial de bens duráveis, é o grande fluxo de pagamento das famílias (incluindo a utilização de cartões de crédito), embora nas últimas décadas tenha ganho importância também os empréstimos para aquisição de ativos financeiros. As famílias geralmente adequam suas dívidas de acordo com a possibilidade de pagamentos, necessitando de refinanciamento somente quando ocorrem alterações na renda, evidenciando sua postura *hedge* (MINSKY, 1980). Entretanto, nas últimas décadas aumentou a importância dos rendimentos financeiros no consumo, pois a elevação dos preços dos ativos aumenta a riqueza de seus detentores, que podem, com isso, assumir maiores passivos junto aos bancos e outras instituições financeiras. Desta forma, o consumo perde o caráter estável analisado por Keynes, em favor de uma maior volatilidade, tornando-se frequentemente "financeirizado". Porém, como os preços dos ativos podem sofrer uma rápida e forte reversão, as famílias podem se deparar com dívidas que não conseguem ser pagas somente com sua renda[7], ampliando a instabilidade do sistema (COUTINHO e BELLUZZO, 1998).

A postura das famílias quando ocorre a crise é, como nos demais casos, defensiva, buscando reestabelecer a relação riqueza/renda e reduzir a fração dívida/patrimônio, realizando cortes no consumo, principalmente de produtos supérfluos e de maior valor. A postura dos bancos nesses períodos, ao reduzir o volume de crédito disponível, agrava o cenário, dificultando o financiamento de bens duráveis (COUTINHO e BELLUZZO, 1998).

[7] Esse comportamento foi um dos fatores que desencadeou a crise do mercado subprime, em 2007, que rapidamente se disseminou para outros mercados. Para maiores detalhes, ver Kregel (2008) e Wray (2007a)

1.4. Os mecanismos estabilizadores

Conforme discutido anteriormente, o capitalismo é instável por natureza, passando de períodos de estabilidade para crises sem necessidade da ocorrência de choques exógenos. Minsky mostra, porém, que existem dois mecanismos principais que impedem uma queda mais intensa, atuando como estabilizadores nos períodos de crise: os gastos públicos do Grande Governo e a ação do emprestador em última instância (na grande maioria dos casos o Banco Central, embora em alguns casos instituições privadas possam assumir o papel[8]), com o objetivo de fornecer liquidez e sustentar os preços dos ativos. O papel e os mecanismos utilizados por cada um são descritos a seguir.

1.4.1. O Grande Governo

Segundo MINSKY (1980), a presença de um Estado com grande volume de recursos no orçamento e disposto a incorrer em déficits para auxiliar a recuperação da economia foi um dos fatores responsáveis pelo longo período de estabilidade após a Segunda Guerra Mundial até os anos 1970, em que não ocorreram recessões tão severas como a Grande Depressão dos anos 1930. O gasto público, ao sustentar os lucros e estimular o emprego, possui papel decisivo na recuperação da renda.

Para mostrar o papel do Grande Governo, Minsky (1980) utiliza o modelo de dois setores (bens de consumo e de capital), desenvolvido por Kalecki, concluindo que a soma dos lucros é equivalente à soma dos investimentos, do déficit público e do resultado da Balança Comercial. Assim, nos períodos de dinamismo não há tanta necessidade do Grande Governo, pois os investimentos são elevados, mas, nas crises, sua atuação é fundamental.

Quando ocorre a reversão das expectativas, diante da queda na demanda, a preferência pela liquidez dos empresários inibe o investimento, priorizando ativos mais líquidos em

[8] Na crise norte-americana dos anos 1970 analisada por Minsky (1986), por exemplo, os bancos comerciais privados atuaram como emprestadores em última instância para as REITs, empresas criadas para atuar no mercado imobiliário e que enfrentaram forte crise neste período.

detrimento da imobilização de capital. Nesse momento, uma das saídas é estimular as exportações, porém o crescimento destas depende da demanda externa, ou seja, depende do bom momento da economia internacional, que também pode estar em crise[9]. As condições internas para o financiamento dessa atividade também estarão comprometidas caso os bancos reduzam e/ou encareçam os empréstimos. O déficit público torna-se, então, o caminho para sustentar os lucros (MINSKY, 1980).

Nos períodos de crise, o governo deve expandir seus gastos, de modo a elevar a demanda por bens e serviços, direta ou indiretamente, recuperando os lucros dos empresários e permitindo que suas dividas sejam pagas, o que estimulará também os bancos a retomar o fornecimento de crédito (embora, para isso, a atuação do Big Bank se faça necessária, como se verá a seguir). Com o balanço "limpo" e a demanda recuperada, as empresas podem voltar a investir, iniciando novo ciclo de crescimento. Minsky (1986) mostra, porém, que não basta expandir os gastos públicos de forma quantitativa, é preciso direcionar os recursos para fins específicos, priorizando a geração de empregos.

A principal questão levantada por Minsky (1986) diz respeito ao tamanho ideal que um Grande Governo deve ter. Como o déficit público é utilizado para compensar quedas no investimento, o orçamento do Estado deve ser maior que o volume total de investimentos, com o cuidado de não efetuar déficits muito superiores à redução das inversões nos períodos de crise, pois a tarefa do setor público nestes casos é manter os lucros, e não expandi-los. Caso o governo gaste demais, estimulará a demanda além do necessário, e como na crise os investimentos não se ampliam, o resultado será a aceleração dos preços.

Minsky (1986) atribui ao setor público três impactos fundamentais nos períodos de crise:

> the income and employment effect, which operates through government demand for goods, services and labor; the budget effect, which operates through generating sectoral surpluses and deficits; and the portfolio effect, which exists because the financial instruments put out to finance deficit must appear in some portfolio (p. 21).

Devido aos estabilizadores automáticos, como o seguro-desemprego, é comum que haja aumento dos gastos do setor público durante períodos de desaceleração da economia. Entretanto, o Grande Governo deve ir além de políticas passivas de acomodação, pois deve colocar em ação

[9] MINSKY (1980) alerta para países que dependem muito do comércio exterior, como o Japão ao longo dos anos 1970. Uma queda nas exportações, decorrente de problemas nas economias estrangeiras, leva à redução do produto e dos lucros.

os mecanismos à sua disposição para sustentar a renda e os lucros[10], de modo a permitir que as empresas arquem com os compromissos assumidos e não transfiram a crise para as instituições financeiras.

O primeiro efeito diz respeito aos gastos do governo na contratação e manutenção de pessoal, bem como à aquisição de bens e serviços junto ao setor privado. Estão incluídas neste efeito ainda as políticas de transferência de renda (que têm um efeito positivo sobre a demanda), que embora não gerem diretamente aumento de oferta, atuam de forma indireta. Sua principal proposta se concentra na geração de empregos públicos: Minsky (1986) defende a atuação do Estado como "empregador em última instância", oferecendo vagas a todos os que desejam trabalhar com o salário estipulado, que serviria também como piso para todas as demais ocupações. Nessa situação, haveria apenas desemprego estrutural, devido às adaptações que precisariam ser colocadas em prática dependendo das características dos trabalhadores demitidos no setor privado, e também decorrente de trabalhadores ineficientes, que seriam demitidos do programa (tal como ocorreria no setor privado), necessitando de realocação ou de treinamento (MINSKY, 1986; WRAY, 2007b).

Segundo essa proposta, as agências e os órgãos estatais desenvolveriam projetos para acomodar essa demanda por trabalho de forma descentralizada, mantendo os trabalhadores próximos a suas residências e, desta forma, evitando migrações que inflacionam o preço de imóveis em local de grande demanda. Os programas teriam como efeito secundário melhorar os retornos gerados pelos tributos, pois levariam à melhoria de espaços públicos, da segurança, da educação e dos demais serviços públicos, oferecendo também melhor infraestrutura, que auxiliaria na redução dos custos com transportes, por exemplo, e, mediante esse efeito, no preço dos produtos (MINSKY, 1986).

O efeito orçamentário deriva do primeiro e possui âmbito mais geral, estando relacionado com identidades contábeis: a soma do resultado do governo com o das famílias e das empresas deve ser zero. Ou seja, um aumento do déficit governamental implica aumento do superávit das famílias e/ou das empresas.

É preciso, porém, dar um passo além da relação contábil: as famílias normalmente apresentam superávit, definido pela subtração dos gastos pessoais da renda pessoal disponível,

[10] A discussão a respeito do papel do Estado na economia, que determina seu tamanho e suas funções, está diretamente relacionada com este efeito. Porém, em virtude de sua complexidade, não será tratada neste trabalho.

embora o elevado endividamento em países como o Japão, durante a década de 1990, e os Estados Unidos, às vésperas da crise financeira na segunda metade dos anos 2000, possa tornar o resultado negativo, agravando sua posição na ocorrência de crises. No capitalismo contemporâneo, os gastos pessoais em consumo dependem de mudanças na renda, sendo influenciados ainda pela riqueza acumulada e pelo crédito. Como em períodos de instabilidade os bancos tendem a reduzir a oferta de empréstimos, o consumo é afetado de forma ainda mais grave. As empresas, por outro lado, normalmente apresentam déficits (ou seja, a soma entre os fundos internos brutos e os investimentos tem sinal negativo). O resultado do governo depende da política econômica predominante no período, bem como do contexto em que está inserida. Em tempos de crise, por exemplo, déficits são comuns (MINSKY, 1986).

O terceiro efeito, de certo modo, é o ponto de partida para os demais: os gastos do governo em ascensão somente são possíveis caso seja financiado, seja por emissão monetária, seja via aumento de impostos ou, preferencialmente, mediante a colocação de títulos públicos junto ao mercado. A emissão destes papéis atende à demanda por parte dos agentes privados, em situações em que a preferência pela liquidez se intensifica, contribuindo para a mudança dos seus portfólios em direção a ativos mais seguros, o que tende a aumentar a estabilidade de sua carteira de ativos.

É preciso considerar, entretanto, que o investimento não depende somente dos lucros em certo momento, mas principalmente das quase-rendas esperadas nos períodos seguintes. Por esse motivo, mesmo a atuação do Grande Governo pode não ser suficiente para recuperar a economia, pois é necessário que o ambiente se estabilize por algum tempo para que os empresários voltem a depositar confiança na ocorrência de cenários futuros otimistas. Somente nesse momento o investimento voltará a apresentar dinamismo e um novo ciclo de crescimento se iniciará.

1.4.2. O *Big Bank*

A atuação do emprestador em última instância (ou *Big Bank*) complementa a ação do Grande Governo: enquanto este estabiliza os lucros e, a partir deles, a renda e o emprego, afetando mais diretamente as empresas e as famílias, o emprestador em última instância fornece

liquidez para os bancos e os mercados de capitais, com o objetivo de recuperar a capacidade de financiamento dessas instituições.

Em períodos de crise, quando os pagamentos de dívidas são interrompidos, a posição dos bancos se fragiliza, reduzindo sua própria capacidade de pagamento dos passivos. Da mesma forma que as empresas, os bancos precisam conseguir recursos emprestados ou providenciar a venda de ativos que ainda não tenham sido atingidos pela deflação de preços, propagando a crise para esses mercados (caso uma venda maciça de diversos ativos derrube seus preços). Como o Grande Governo, o emprestador em última instância precisa ser o agente que fornece recursos para evitar que este movimento ocorra, como descreve MINSKY (1975):

> Os ativos são líquidos quando não há preponderância de vendedores em relação a compradores. Portanto, sempre que a necessidade de fazer posição com a venda de ativos se generaliza, a menos que haja um grande garantidor de reserva de mercado como um banco central consciencioso, os preços dos ativos caem precipitadamente (p. 143).

Ao tratar da figura do emprestador em última instância, as questões formuladas por Kindleberger (2000) se referem aos motivos que levam a autoridade monetária a agir, qual o modo de operação mais adequado e quais os ativos que devem ser envolvidos nessa atuação. Os exemplos históricos levantados por este autor mostram que a atuação do emprestador em última instância é necessária para evitar que a quebra de uma instituição financeira dissemine o pânico na economia, paralisando os mercados. Ao fornecer liquidez, o Banco Central sustenta a posição dessa instituição com problemas, auxiliando sua recuperação ou, em casos mais graves, oferece um tempo para que ela seja adquirida por algum concorrente, ou para que sua falência ocorra de forma planejada, ao invés de levar a uma interrupção brusca nos pagamentos (MINSKY, 1986).

A decisão de quais instituições devem receber auxílio é baseada em critérios objetivos (e, em alguns casos, interesses políticos), de acordo com a percepção da autoridade dos impactos que sua quebra pode trazer para o restante da economia. Não se trata somente do tamanho do ativo ou passivo, tendo em vista que mesmo a quebra de uma instituição considerada pequena pode afetar outras maiores, como ocorreu na crise japonesa dos anos 1990[11]. O emprestador em última instância precisa ponderar o volume de recursos necessário e os efeitos de não intervir para tomar sua decisão, embora na maioria dos casos uma ação tardia exija maior montante de liquidez.

[11] Como será discutido capítulo 3

O principal instrumento apresentado por Minsky (1986) para que o emprestador em última instância possa definir um piso para o preço dos ativos atingidos pela crise, e ofertar liquidez para as instituições em dificuldades, é a janela de redesconto, na qual a autoridade monetária adquire ativos da carteira das instituições em dificuldades, em troca de moeda ou títulos do Tesouro (ou equivalentes), que podem ser utilizados para honrar seus compromissos[12]. Durante uma crise, cabe à autoridade monetária o papel de diversificar os ativos aceitos nestas operações, incluindo aqueles que não são mais aceitos pelos investidores, de acordo com o tamanho do mercado e os agentes que os possuem em suas carteiras. Desta forma, as instituições em dificuldades adquirem ativos de maior qualidade (de preferência dinheiro, mas também títulos públicos), permitindo que a cadeia de pagamentos não seja interrompida e, com isso, que sua imagem perante os demais investidores seja renovada, possibilitando a assunção de novos compromissos. O prejuízo da operação cabe ao financiador, embora em alguns casos os ativos recebidos em troca se recuperem ao longo do tempo, compensando parte das perdas (MINSKY, 1986).

O papel do emprestador em última instância normalmente recai sobre o setor público, em virtude dos possíveis efeitos que o aporte financeiro possa causar em bancos saudáveis dispostos a arcar com uma operação deste porte, tendo em vista os vultuosos custos dessas operações. Desta forma, é necessário que este agente tenha à sua disposição grande volume de recursos, para que possa agir rapidamente, tentando evitar que os problemas se disseminem para outros agentes ou mercados (MINSKY, 1986).

1.4.3. A atuação combinada do Grande Governo e do emprestador em última instância

Embora o Grande Governo e o emprestador em última instância possam agir de forma independente, em períodos de crise o ideal é que suas ações sejam combinadas, buscando refinanciar as instituições ou mercados em dificuldades e sustentar os lucros, de modo a não

[12] Minsky (1986) argumenta que a maior importância atribuída às operações de mercado aberto retirou das autoridades monetárias parte do controle sobre o comportamento das instituições financeiras reguladas. O Banco Central deixou de controlar a economia para se concentrar apenas no combate à inflação.

interromper o pagamento das dívidas assumidas, o que agravaria ainda mais o cenário. Minsky (1963) resume esta análise no quadro a seguir.

Quadro 1

Atuação combinada do Grande Governo e do emprestador em última instância

	Intervenção como emprestador em última instância	
Déficit governamental	SIM/SIM	SIM/NÃO
	NÃO/SIM	NÃO/NÃO

Fonte: MINSKY (1963)

A intervenção do Federal Reserve na quebra do Franklin National Bank, durante a crise econômica de meados dos anos 1970, juntamente com as medidas tomadas pelo governo norte-americano (redução de impostos e ampliação da proteção contra o desemprego) é um exemplo de escolha "SIM/SIM", que evitou uma recessão mais profunda. No outro extremo, a escolha "NÃO/NÃO" pode ser atribuída à omissão de ambos os agentes na Grande Depressão de 1929 a 1932 (MINSKY, 1963).

Além dessas escolhas "puras", as opções parciais "SIM/NÃO" e "NÃO/SIM" podem ser eficazes dependendo das características da crise, mas podem também não ser capazes de combatê-la isoladamente. Um elevado déficit governamental possui eficácia limitada caso a crise esteja concentrada no sistema bancário, ou tenha como principal consequência a liquidez de determinados mercados ou instrumentos. Em contrapartida, fornecer recursos aos bancos sem sustentar a demanda de bens e serviços pode não estimular as empresas o suficiente para voltarem a investir, terminando por aplicar os recursos da aquisição de títulos públicos, que pouco estimulam a renda e o emprego.

A opção por cada uma das alternativas depende, em primeiro lugar, da ideologia e dos instrumentos de política econômica à disposição de cada uma das autoridades. A partir dos anos 1980, governos neoliberais reduziram o tamanho e a ação do Estado, impondo regras para o gasto público. Da mesma forma, pouco adianta um governo disposto a intervir, se não tiver em mãos o volume de recursos necessário, ou pelo menos instrumentos que permitam obtê-lo rapidamente,

para fazer frente à magnitude da crise a ser enfrentada. Entretanto, a escolha "NÃO" é condicional: embora inicialmente a opção seja por não intervir, as consequências dessa omissão, ao piorar a condição da economia, podem levar à mudança de planos (MINSKY, 1963).

1.5. Políticas de regulação

Embora o Grande Governo e o emprestador em última instância sejam instrumentos para estabilizar uma economia em crise, o ideal é que as autoridades atuem de forma preventiva, buscando evitar que os agentes assumam posturas mais arriscadas, e, ao mesmo tempo, conter os efeitos de inovações financeiras menos seguras. Desta forma, o impacto das crises será menor, dificultando a ocorrência de severas recessões.

Como as instituições financeiras possuem papel central na tomada de posturas especulativa e Ponzi, grande parte da legislação regulatória deve recair sobre elas. Minsky (1986) critica a supervisão dos Bancos Centrais apenas sobre o volume de reservas, sugerindo expandir sua abrangência para o que Ferreira, Freitas e Schwartz (1998) chamaram de "decisões de mercado", ou seja, manter estrito controle sobre suas operações de ativo e passivo.

Como o aumento das posições especulativas e Ponzi são determinantes na geração das crises, Minsky (1986) sugere direcionar a atuação do Banco Central de modo a estimular a adoção de posturas *hedge*, utilizando-se as operações de redesconto: ao limitar os papéis aceitos nessas operações aos "ativos a receber", ou seja, financiamento para aquisição de bens de capital, o Banco Central desestimularia os empréstimos para outros fins, como a aquisição de ativos financeiros. Apenas em períodos de crise a autoridade monetária deveria expandir o escopo dos ativos aceitos, para estabilizar os mercados.

Outro mecanismo que auxilia a atuação do emprestador em última instância é a definição de uma rede de segurança de depósitos, que impede uma corrida contra os bancos (com medo de que a instituição não honre os depósitos) e ameniza as dificuldades do setor bancário. A proteção dos depósitos bancários é o instrumento que garante a cobertura por uma instituição pública ou privada dos valores aplicados nos bancos, normalmente até um limite pré-definido (fixo ou variável, de acordo com o capital da instituição). Sua existência retira dos pequenos e médios

poupadores a preocupação com a solvência da instituição bancária. Em alguns casos, como Estados Unidos ou Japão, a seguradora dos depósitos assume o ônus da falência bancária, enquanto em outros oferece-se apenas uma garantia, que posteriormente é cobrada do banco em dificuldades Na grande maioria dos casos, a participação dos bancos é compulsória (já que o objetivo último não é proteger os bancos, mas seus clientes) ou abrange voluntariamente a maior parte do mercado (MINSKY, 1986).

Em relação ao gasto público, a proposta sugere o aumento do controle do governo sobre os agentes privados, garantindo uma rentabilidade mínima para os projetos de investimentos. Os empresários poderiam se aventurar livremente por todos os ramos de atividade, mas os que não obtiverem sucesso poderiam direcionar seus esforços para setores determinados pelo governo, de caráter público e que buscam oferecer melhor bem-estar para a população, como construção civil e infraestrutura, mas podendo ainda envolver setores em que a demanda seja superior à oferta, controlando, assim, o avanço dos preços. A garantia de rentabilidade mínima aumenta a confiança no pagamento das dívidas, reduzindo a fragilidade da economia. Essa iniciativa seria complementar ao empregador em última instância, direcionando-se parte dos trabalhadores do programa para esses projetos (TYMOIGNE, 2010).

As propostas desenvolvidas por Minsky, embora pertinentes, esbarram em algumas dificuldades. O financiamento do Estado seria talvez a mais importante delas, até porque o próprio autor (MINSKY, 1986) defende o equilíbrio das contas públicas, para evitar pressões inflacionárias. Embora o cálculo seja diverso para cada economia, indo além do escopo deste trabalho, é importante mencionar que o eventual aumento dos gastos nos programas propostos seria contrabalanceado pela redução (embora não eliminação, tendo em vista que alguns segmentos não podem trabalhar) das transferências governamentais, e também pela menor necessidade de recursos nas intervenções do Grande Governo em períodos de crise. A tributação sobre os novos trabalhadores, em volume superior à gerada pelas transferências, também amenizaria os impactos.

Essas medidas amenizariam a instabilidade das economias capitalistas, porém de forma alguma as tornariam permanentemente estáveis. Posições especulativas e Ponzi sempre estarão presentes, pois o próprio investimento implica a assunção de riscos mais elevados.

1.6. Considerações finais

A hipótese da instabilidade financeira desenvolvida por Minsky trouxe avanços importantes para a compreensão das crises financeiras e dos mecanismos preventivos para evitar a ocorrência de novos episódios.

Os governos podem agir em duas frentes: sustentando a renda, o emprego e os lucros, por meio de pagamentos diretos (dentre outras atuações do Grande Governo); ou fornecendo recursos a instituições em dificuldades, cuja desconfiança pode se disseminar para concorrentes que aparentam posição sólida, diretamente ou através de empréstimos em troca de ativos de menor qualidade (financiadores em última instância).

Antes de prosseguir e analisar a crise japonesa dos anos 1990, é preciso um alerta: complementar à análise puramente técnica e econômica de cada período, e tão importante quanto esta, está a ideologia por trás de cada governo. Não é suficiente que o setor público detenha recursos e mecanismos que permitam intervir em períodos de crise. É preciso também que ele esteja disposto a realizar esta intervenção, ou seja, que pelo menos em períodos turbulentos o governo esteja pronto para agir, pois na grande maioria dos casos o setor privado adota posições mais defensivas em episódios semelhantes. O avanço do neoliberalismo a partir do final dos anos 1970 desarticulou as estruturas que serviram de sustentação para governos intervencionistas, sob inspiração das ideias keynesianas, que predominaram desde a Grande Depressão dos anos 1930, e ainda hoje estão presentes em diversos países importantes. Em períodos de crises, a intervenção do setor público se faz necessária, evitando (ou pelo menos tentando evitar) que o colapso seja maior[13].

Independente da ideologia que domina cada governo, a prevenção ainda é o caminho mais seguro a ser seguido, pois, como o próprio Minsky enfatiza em diversos momentos, é da natureza dos agentes assumir, ainda que de forma não intencional, posições mais arriscadas, e a ausência da regulação adequada facilita a ocorrência de crises.

[13]A título de exemplo, FAHRI (2013) mostra que, durante a crise financeira norte-americana de 2008, a atuação do Federal Reserve, ao comprar ativos cujos preços estavam em constante queda (e de títulos do Tesouro nos mercados secundários, buscando derrubar a taxa de juros de longo prazo), foi decisiva para estabilizar os mercados financeiros dos Estados Unidos. Por outro lado, devido a dispositivos em seu marco legal, o Banco Central Europeu não tinha esta liberdade, o que retardou a recuperação de vários países do continente que necessitavam da ação de um emprestador em última instância. Mesmo quando seu presidente rompeu estas barreiras, ao anunciar que medidas mais profundas seriam tomadas, enfrentou pesadas críticas de membros do bloco, em especial a Alemanha.

CAPÍTULO 2: O MODELO DE DESENVOLVIMENTO JAPONÊS NO PERÍODO DE CRESCIMENTO ACELERADO

2.1. Introdução

Após três décadas de crescimento econômico acima da média dos demais países desenvolvidos[14], o Japão adentrou os anos 1980 como a segunda maior economia do planeta, chegando a ameaçar a hegemonia produtiva e comercial dos Estados Unidos. Esse avanço é ainda mais impressionante devido ao fato de o país ter sido duramente atingido pela Segunda Guerra Mundial, que desestruturou o arranjo produtivo existente antes do conflito.

Entre 1955 e 1973, a economia japonesa atravessou um período de forte crescimento, que ficou conhecido como "milagre japonês". Nesse intervalo, o país recuperou sua economia, tendo como ponto principal uma indústria que figurou entre as mais avançadas do planeta, responsável por recuperar a economia do país, e com ela, a renda e o emprego.

Este capítulo analisa o modelo de desenvolvimento colocado em prática no país durante esse período, sob forte influência do governo, cuja desestruturação está diretamente ligada à crise dos anos 1990. Para tanto, a próxima seção descreve esse modelo e as relações que permitiram que ele se desenvolvesse, focando nos quatro principais grupos de agentes (bancos, governo, empresas e famílias) e o papel que cada um deles desempenhou nesse processo. Após, seguem algumas considerações finais.

[14] Outros termos utilizados na literatura para se referir a este grupo de países são "avançados" e "centrais".

2.2. O modelo de crescimento japonês entre 1955 e 1973

A Segunda Guerra Mundial foi devastadora para o Japão. Aliado da Alemanha, a potência oriental foi alvo de duas bombas atômicas, nas cidades de Hiroshima e Nagasaki, e, após ter declarado sua rendição, teve sua economia controlada pelos norte-americanos. A situação do país era desesperadora, conforme descrito por TORRES FILHO (1997):

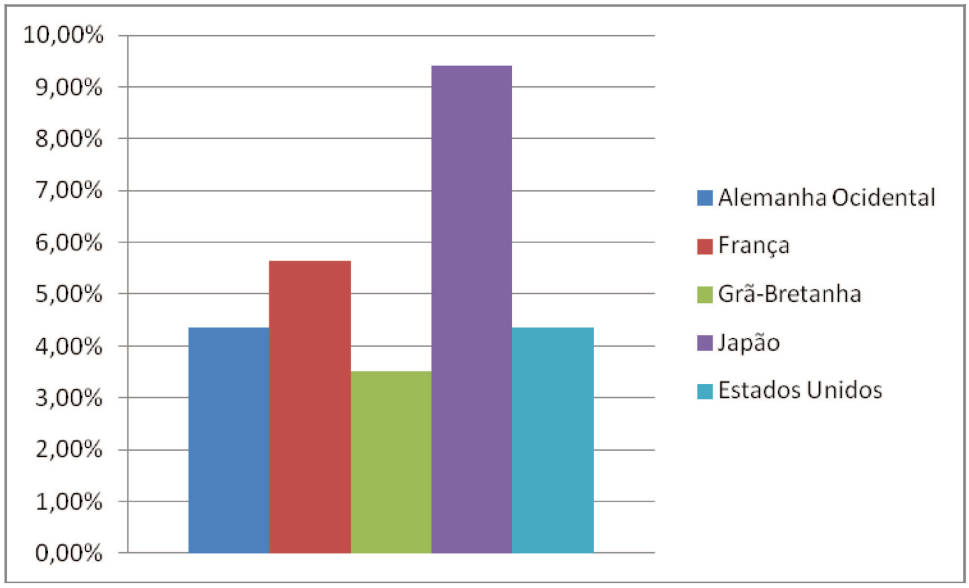
> O esforço de guerra havia deixado a indústria local em situação de exaustão. As fontes de matérias-primas e de alimentos baratos haviam secado com a perda do império colonial. O desemprego grassava, alimentado pelos seis milhões de repatriados. A alta inflação corroía o poder de compra dos assalariados. Finalmente, o governo militar de ocupação americano impunha reformas que desestruturavam os principais grupos econômicos (*zaibatsus*) (p. 5).

Diante deste quadro, poucos acreditariam que, apenas quarenta anos depois, a indústria japonesa rivalizaria com a da grande potência hegemônica capitalista, justamente os Estados Unidos. Entre os anos 1960 e o início da década seguinte, o Produto Interno Bruto (PIB) japonês cresceu a taxas médias anuais próximas a 10%, muito acima dos demais países desenvolvidos, como mostra o gráfico 2. A evolução da renda per capita é ainda mais surpreendente, com a economia japonesa se aproximando de seus concorrentes no período, mesmo partindo de posição bem inferior, como pode ser visto no gráfico 3.

Esse vigoroso crescimento foi possível graças à estrutura produtiva em que empresas e bancos desempenhavam papéis complementares, desenvolvendo outras relações além das de natureza comercial, arranjo amparado pelas políticas públicas, que viam nas finanças bancárias a maneira mais segura de direcionar recursos para os setores definidos como estratégicos. As seções a seguir descrevem essa estrutura, mostrando as ações tomadas por três grupos de agentes no período (bancos, governo e indústria) e o impacto que tiveram sobre um quarto grupo, as famílias.

Gráfico 2

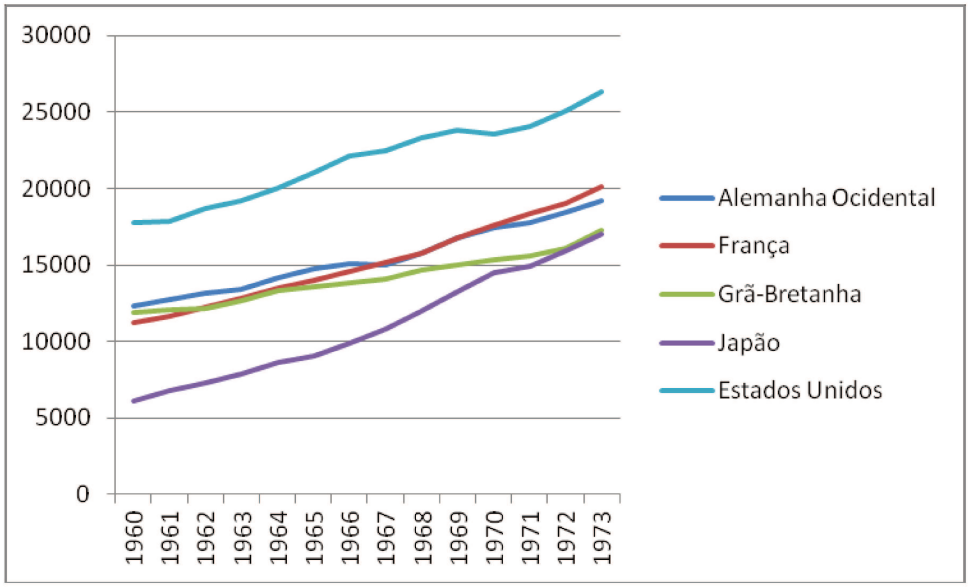
Taxa média anual de crescimento do PNB real entre 1961 e 1973 - países selecionados - em %



Fonte: elaboração própria a partir de dados do FEDERAL RESERVE BANK

Gráfico 3

Renda per capita anual - países selecionados - em dólares de 2011



Fonte: elaboração própria a partir de dados do FEDERAL RESERVE BANK

2.2.1. O sistema financeiro

A Segunda Guerra Mundial trouxe profundas transformações ao sistema financeiro japonês. Para fortalecer o esforço de guerra, o Estado direcionou o crédito bancário para a produção de armamentos, autorizando apenas os grandes bancos pertencentes aos *zaibatsus*, grandes conglomerados empresariais, e o Industrial Bank of Japan a realizarem essas operações. Reduzidas a receptores de depósitos, as demais instituições bancárias foram estimuladas a realizar fusões, de modo a reduzir seus custos. Esse movimento reduziu o número de bancos comerciais de 286 em 1940 para 61 cinco anos depois (TERANISHI, 1993).

O mercado de ações e títulos, por sua vez, também foi severamente afetado. A economia japonesa perdeu em torno de um quarto de seus ativos durante o conflito, e os grandes detentores de ações foram duramente taxados pelo governo de ocupação, que confiscou os papéis das mãos das famílias que dominavam o país e os lançou no mercado, pulverizando o controle. A bolsa de valores também foi fechada durante o conflito. Após a guerra, os detentores de riqueza sofreram grandes perdas em função das reformas postas em prática pelo governo e da hiperinflação, que somente foi controlada com o Plano Dodge no final da década de 1940 (AOKI, 1998; OKAZAKI, 1995).

Assim como o setor industrial, o sistema financeiro japonês também precisava ser reconstruído. Durante o governo de ocupação, os bancos tiveram alguns privilégios, como a manutenção dos créditos para com as empresas e o bloqueio da livre retirada de recursos por parte dos depositantes. Esse movimento já antecipava o papel preponderante que o governo japonês destinaria a essas instituições no período de ocupação e no período de elevado crescimento, colocando no crédito bancário o principal mecanismo de financiamento dos grandes projetos de investimentos que serviriam para recuperar a economia do país (MIYAZAKI, 1967).

O governo japonês impôs fortes regulações sobre o mercado de capitais, e, através dos empréstimos bancários e das operações de redesconto, direcionou recursos para os setores considerados prioritários, por meio de taxas de juros diferenciadas para cada operação. O Banco do Japão negociava com os grandes bancos, que se comprometiam a repassar o montante

recebido para as empresas selecionadas pelo Estado, com o objetivo de financiar o investimento e, por meio dele, o crescimento da economia (LEVI, 1998)[15].

O mercado bancário japonês foi segmentado, com os bancos comerciais ficando responsáveis pelo provimento de crédito de curto prazo. Essas instituições eram divididas em dois grupos: de um lado, os treze maiores bancos, conhecidos como *City Banks*, com sede em grandes regiões metropolitanas e uma vasta rede de agências; no outro extremo, os bancos regionais possuíam menor porte, sendo instalados em cidades grandes ou médias, com área de atuação restrita ao local de sua sede. Os bancos comerciais se diferenciavam dos demais por captarem depósitos junto ao público e, assim, emitiam moeda-crédito. Ademais, atuavam como intermediários entre as famílias, que possuíam saldo positivo, e as empresas, que apresentavam resultado global negativo (por conta do investimento) (ver Tabela 1) (OKAZAKI, 1995).

Tabela 1

Resultado por setor – poupança/investimento – setores selecionados (em % do PNB)

Período	Empresas	Famílias	Governo
1955-59	-8,9	7,7	0,5
1960-64	-10,9	8,2	1,4
1965-69	-7,7	6,8	0,7
1970-74	-10,9	10,1	0,6

Fonte: OKAZAKI (1995)

Enquanto os *City Banks* se especializaram na provisão de recursos de curto prazo, outras instituições foram criadas para atender a demanda por empréstimos de prazos mais longos. No início dos anos 1950, foram fundados o Japan Development Bank (JDB) e o Long-Term Credit Bank of Japan, enquanto o Industrial Bank of Japan foi reestruturado, com objetivo de fornecer crédito para os setores considerados prioritários para o governo. Além desses três agentes principais, *trust banks* e seguradoras também atuavam no mercado de longo prazo (OKAZAKI, 1995).

Os três grandes bancos de longo prazo se financiavam por meio da emissão de debêntures, que eram aceitas pelo Banco do Japão nas operações de redesconto, e por esse motivo eram

[15] Esta operação, de fundamental importância para a recuperação da economia japonesa, será tratada com mais detalhes no item 2.2.3

adquiridas quase em sua totalidade pelos *City Banks*. Assim, os bancos de longo prazo serviam aos bancos comerciais de dois modos: forneciam empréstimos com prazos mais dilatados para seus clientes e elevavam a liquidez de sua carteira de ativos (OKAZAKI, 1995). Os bancos públicos contavam ainda com recursos da poupança postal, que ganhou importância no período, direcionada para famílias de baixa renda, que possuíam isenção de impostos sobre a rentabilidade, implicando ganhos maiores que os oferecidos pelos bancos, que pouco remuneravam os pequenos depósitos (IMF, 1993).

A relação entre as empresas e os bancos de longo prazo não era tão relevante quanto possuíam com os *City Banks* (com exceção das empresas que tinham o Industrial Bank of Japan como *main bank*), mas o fornecimento desses recursos também foi fundamental para que as empresas pudessem levar adiante sua estratégia de investimentos, complementando a ação dos City Banks (OKAZAKI, 1995).

O sistema bancário japonês contava ainda com instituições públicas e privadas especializadas em fornecer crédito para outros segmentos: os Sogo Banks e Shinkin Banks, no setor privado, e o People's Finance Corporation e o Small Business Finance Corporation, no setor público, eram direcionados para pequenas e médias empresas; o Export-Import Bank, controlado pelo Estado, atuava no comércio exterior; e o Norinchukin Bank liderava a cadeia de credito agrícola. Essa segmentação facilitava a distribuição de recursos planejada pelo governo: enquanto o sistema financeiro privado financiava os setores mais dinâmicos, como maquinaria pesada e química, o setor público era responsável pelo crédito para infraestrutura e setores decadentes, cujos investimentos caracterizavam-se por maior prazo de maturação, maior risco e/ou menor retorno (TERANISHI, 1993).

Outra alternativa de financiamento de longo prazo era a emissão de títulos, apenas com autorização do governo, que também controlava os prazos e a taxa de juros. Em contrapartida, o setor público estimulava os *City Banks* a adquirir esses papéis, que podiam ser usados como colateral para empréstimos do Banco do Japão, mecanismo que permitia a compensação das taxas mais elevadas dos títulos com os juros subsidiados dos empréstimos. Além disso, quando o banco adquiria títulos privados, a autoridade monetária recomprava o mesmo valor em títulos públicos.(OKAZAKI, 1995).

A estrutura do sistema financeiro deixava explícita a estratégia de desenvolvimento do governo japonês, que privilegiava os bancos como canais de fornecimento de recursos para as

empresas, movimento que pode ser comprovado na tabela 2, que mostra as aplicações de recursos pelo setor financeiro e a elevada participação dos empréstimos no total.

Tabela 2

Aplicação de recursos pelo setor financeiro - em % do total

Tipo	1955-59	1960-64	1965-69	1970-74
Moeda e depósitos	2,0	1,7	1,2	2,4
Investment trusts	6,4	6,8	2,5	3,8
Títulos*	10,8	8,7	14,5	9,9
Empréstimos	77,5	77,6	79,0	78,5
Outros	3,3	5,2	2,8	5,3

*incluindo títulos de empresas públicas e privadas, debêntures de bancos e ações

Fonte: AOKI et al. (2009)

No próximo tópico, descreve-se a atuação do governo japonês no período de alto crescimento da economia, com destaque para as medidas destinadas ao setor industrial.

2.2.2. As políticas públicas

O governo japonês que tomou posse ao final da Segunda Guerra Mundial tinha diante de si a árdua tarefa de recuperar o vigor da economia, com o setor industrial sendo a área mais afetada. Embora o governo de ocupação tenha adotado medidas que privilegiavam a concorrência e os mercados, nas décadas seguintes o Estado assumiu, principalmente de modo indireto, o controle da economia, atuando de forma a direcionar os recursos para os setores elencados como prioritários para o crescimento do país.

2.2.2.1. Política industrial

Entre o final dos anos 1950 e o início da década de 1970, a economia japonesa cresceu impulsionada pelo consumo, pelos investimentos (construção residencial e formação bruta de capital fixo privadas) e pelas exportações, conforme pode ser visto na tabela 3. As importações também se elevaram, em função da necessidade de importação de matérias-primas e máquinas para a indústria em recuperação.

Tabela 3

Taxas médias reais anuais de crescimento da Despesa Nacional Bruta, por categoria de despesa - em %

Categoria da despesa	1951-55	1955-60	1960-65	1965-70
Consumo privado	9,5	7,7	9,2	9,3
Construção residencial privada	14,6	14,0	18,4	15,5
Formação bruta de capital fixo privada	8,2	19,1	8,8	19,3
Despesa do governo	4,2	5,7	10,6	7,4
Exportações	8,5	11,6	15,1	16,3
Importações	13,7	14,0	12,2	16,5

Fonte: LAPLANE e SILVA (1989)

O governo desenvolveu políticas com intuito de reconstruir a indústria, buscando recuperar a economia devastada pela guerra. Na definição de JOHNSON (1985),

> industrial policy means the initiation and coordination of governmental activities to leverage upward the productivity and competitiveness of a whole economy and of particular industries in it (…) Above all it means the infusion of goal-oriented, strategic thinking into public economic policy (p. 65).

Tais políticas tiveram implicações macro e microeconômicas, como destaca o mesmo autor:

> At the macro level it provides governmental incentives for private saving, investment, research and development, cost-cutting, quality control, improvements in labor-management relations, and in appropriate education and reeducation of the labor force. At the micro level it seeks on the one hand to identify those technologies that will be needed by industry in ten to twenty years and to facilitate their development, and on the other hand to antecipate those technologies that will decline in importance and to assist in their orderly retreat or to support them (p. 66).

No caso japonês, o órgão principal utilizado pelo governo para implementação da política industrial foi o Ministério da Indústria e Comércio Exterior (MITI), cujas funções incluíam: a seleção dos setores considerados prioritários para o crescimento da economia; o desenvolvimento de cenários futuros, comparando o país com os demais, buscando antecipar os gargalos que a indústria poderia enfrentar; estabelecimento de políticas de proteção aos setores nascentes e amparo aos decadentes; e o direcionamento de recursos, por meio de bancos públicos e privados, para os setores mais relevantes, com taxas de juros subsidiadas (ISHI, 1999;JOHNSON, 1985). A opção foi pela adoção de políticas graduais, evitando grandes choques, privilegiando a orientação prévia entre a burocracia estatal e o setor privado, chamada de *administrative guidance*. O diálogo entre as duas partes foi facilitado pela prática denominada *amakudari* ("descido dos céus"), nos quais profissionais aposentados da burocracia assumiam postos-chave em grandes empresas (JOHNSON, 1985).

O governo japonês que assumiu o país após a guerra definiu o desenvolvimento dos setores de maquinaria pesada e química e das exportações como canais para a recuperação da economia. Para que essa estratégia fosse levada adiante, porém, era preciso tornar os preços dos insumos, especialmente ferro e carvão, mais competitivos, pois a ocupação norte-americana havia cortado os subsídios para esses setores. As indústrias que deles dependiam, como a construção naval e a própria maquinaria pesada, reclamavam que, com o preço das matérias-primas acima do cobrado em outros países, não tinham como fazer frente a seus concorrentes internacionais. Para solucionar esse problema, o governo, por meio do MITI, realizou reuniões com os setores envolvidos, formulando diversos planos de racionalização até que o resultado desejado fosse alcançado, embora a um preço acima do inicialmente planejado. Foi necessária a combinação de recursos públicos (através do JDB e do Banco do Japão, mediado pelos bancos comerciais) e privados (por meio dos *City Banks*) para que o plano fosse colocado em prática. A tabela 4

mostra a distribuição dos recursos por setor contemplado, evidenciando a importância da combinação entre recursos públicos e privados, em montante muito superior ao levantado por outras fontes (OKAZAKI, 1998).

Apesar do êxito em reduzir os preços dos insumos, a resposta dos investimentos não foi imediata, pois a renda das famílias havia sido afetada negativamente pela guerra, dificultando a aquisição de bens duráveis. Além disso, a indústria de maquinaria havia sido menos prejudicada pelos bombardeios, ficando praticamente intactas 60% a 100% das plantas, de acordo com o setor, resultando na existência de capacidade ociosa. Apenas na segunda metade dos anos 1950, quando a economia já estava em recuperação, as inversões se aceleraram. A recuperação da renda, além de elevar a demanda nos setores já estabelecidos, impulsionou o desenvolvimento de novos produtos, como artigos de luxo e eletrodomésticos. Mesmo o setor automobilístico era considerado novo, pois antes havia se concentrado na produção de veículos militares, desenvolvendo-se no país uma estrutura semelhante à norte-americana, baseada no método de produção fordista (GOTO, 1993).

Tabela 4

Planejamento de alocação de fundos pelo MITI – setores selecionados – em milhões de ienes

		Plano de levantamento de recursos				
Setor	Demanda Total	Total	Capital	Debêntures	Empréstimos privados	Empréstimos públicos
Aço e ferro	9.852	8.475	1.508	1.257	3.200	2.510
Carvão	11.336	9.756	1.922	1.144	2.342	4.348
Eletricidade	34.920	33.155	1.563	4.195	5.106	22.291
Mineração	13.523	12.053	741	2.540	7.922	850
Química	20.181	18.264	1.210	1.648	12.751	2.655
Maquinaria	4.195	4.087	101	747	3.039	200

Fonte: OKAZAKI (1998)

Para que a indústria japonesa pudesse competir no mercado internacional, porém, era preciso superar outra barreira: a tecnologia. Depois de anos fechadas aos mercados externos por conta da guerra, as firmas japonesas estavam desatualizadas, pois os estímulos às pesquisas internas durante o conflito não surtiram o efeito esperado. Um dos principais meios de importação dessa tecnologia de ponta, o IDE, sofreu fortes restrições por parte do governo, pois o objetivo era estimular as empresas nacionais. Foram priorizados os acordos de licença, nos quais o comprador pagava pela autorização de utilizar a tecnologia, desenvolvendo meios de incorporá-la domesticamente. O setor público também tomou a frente nesse processo, selecionando quais empresas obteriam cada nova tecnologia, de acordo com as condições de cada uma, buscando evitar que a concorrência pela licença fizesse o vendedor elevar seu preço. O Estado também supervisionava os termos do acordo (como restrições sobre exportações ou desenvolvimento de tecnologias), revogando-o quando os considerasse prejudiciais aos interesses japoneses, oferecendo maior poder de negociação às empresas do país (GOTO, 1993). A tabela 5 mostra a distribuição das licenças concedidas por setor, evidenciando a preferência pelas indústrias de maquinaria (elétrica e não elétrica) e química.

Tabela 5

Acordos de importação de tecnologias (licenças) – em % do total

Setor	1949-65	1965-72
Maquinaria não elétrica	26,3	25,5
Maquinaria elétrica	22.2	15,7
Química	15,4	15,3
Aço e ferro	6,0	3,4
Maquinaria para transporte	5,7	5,0
Têxteis	4,4	6,5
Instrumentos de precisão	2,4	2,9
Cerâmica	2,0	2,4
Petróleo e carvão	1,6	2,5
Construção	1,2	1,0
Processamento de alimentos	0,7	2,3
Outros	9,0	14,4

Fonte: AOKI et al., 2009

A partir da importação da tecnologia, a indústria japonesa iniciou o processo de desenvolvimento de conhecimento próprio, e nesse processo novamente as políticas governamentais foram importantes, embora a atuação direta do governo tenha sido menor que em outros países, como nos casos norte-americano e soviético. Entretanto, o Estado organizou a formação de consórcios privados, nos quais empresas de diversos setores se reuniam para trocar informações a respeito dos desenvolvimentos implantados em sua área de atuação, buscando disseminar o conhecimento. Nesse aspecto a fraca proteção às patentes também foi importante, por permitir a difusão das tecnologias desenvolvidas (AOKI et al., 2009).

As políticas na área educacional e os conhecimentos adquiridos durante a guerra também desempenharam papel primordial. Desde o final do século XIX, o governo japonês estimulou a universalização dos ensinos primário e secundário, e nos anos trinta desenvolveu o ensino técnico. O crescimento da renda e o envelhecimento da população também permitiram que maior parcela dos proventos fosse destinada a gastos com educação. Essas políticas se refletiram no período de guerra, em que a escassez de mão de obra especializada praticamente obrigou os trabalhadores a efetuar a manutenção das máquinas por conta própria, ao mesmo tempo agregando novas habilidades e aprimorando a hierarquia horizontal nas empresas, de modo que todos os trabalhadores, independente de seu nível hierárquico, participavam da resolução dos problemas. Essas práticas facilitaram o desenvolvimento das novas habilidades por parte dos empregados, difundindo o conhecimento de forma mais rápida (AOKI et. al., 2009;IMF, 1993;AOKI, 1998).

Essas políticas permitiram que o governo impulsionasse a recuperação da economia, mesmo que sua atuação direta na produção ou no consumo de bens tenha sido limitada, devido ao equilíbrio orçamentário implantado pelo governo de ocupação estadunidense. No âmbito microeconômico, porém, as políticas forneceram privilégios a algumas empresas, pois a autorização para importar novas tecnologias levou à acumulação de grandes lucros, e cabia ao setor público definir as empresas contempladas (GOTO, 1993).

Mesmo com o auxílio do governo, o crescimento somente foi possível em função da estrita relação entre as empresas e os bancos privados, conforme descrito mais adiante.

2.2.2.2. Políticas cambial, monetária, fiscal e de comércio exterior

As políticas cambial, monetária e fiscal tiveram papel complementar às medidas tomadas visando a recuperação da indústria japonesa. No âmbito externo, a taxa de câmbio foi fixada em 360 ienes por dólar, substituindo as taxas múltiplas utilizadas até o período da guerra, reduzindo as incertezas em relação ao comércio exterior. Foram impostas severas restrições às importações de produtos finais e às aquisições de ativos domésticos por investidores estrangeiros, inclusive os fluxos de IDE. A importação de máquinas era concedida somente para as indústrias prioritárias, restrição que foi flexibilizada apenas durante os anos 1960. Essas medidas tinham como objetivo proteger a indústria em recuperação da concorrência internacional, reforçando as políticas adotadas no âmbito doméstico, descritas na seção anterior (SCHWARTZ, 1990).

As diretrizes da política monetária atuaram no sentido de priorizar o financiamento do investimento por meio do crédito bancário, desestimulando a tomada de recursos no mercado de capitais. Havia estrito controle das taxas de juros, que tinham como base a taxa oficial de redesconto, sobre a qual os bancos comerciais aplicavam, então, um mark-up para determinar sua taxa de curto prazo, enquanto as taxas de longo prazo eram fixadas por acordos setoriais entre as instituições bancárias, sob influência do governo. O Estado controlava ainda o número e a localização das agências bancárias, além de orientar informalmente os bancos a limitar o volume de empréstimos. Apesar desse controle, os bancos conseguiram alcançar, em média, lucros superiores ao da indústria manufatureira, em virtude da exigência da manutenção pelas empresas de depósitos em volume proporcional ao valor emprestado, que podia chegar a 40% nos bancos menores e 11% nos City Banks, elevando a taxa efetiva das operações. Essa era uma das estratégias utilizadas pelo governo para fortalecer a posição dos bancos, de modo a facilitar a aceitação do controle sobre as taxas de juros (TORRES FILHO, 1991).

Outro aspecto importante da política monetária até os anos 1960 foram as taxas de juros subsidiadas para os setores prioritários. Por meio da janela de redesconto, o Banco do Japão negociava recursos com os City Banks para serem repassados para as empresas definidas pelo governo, garantindo que projetos de investimentos considerados essenciais seriam postos em prática. Com o mesmo objetivo, a autoridade monetária selecionava os papéis privados que aceitaria como contrapartida dos empréstimos (LEVI, 1996).

A política fiscal adotada pelo governo japonês à primeira vista pode ser considerada de cunho contracionista, principalmente em função da prática do orçamento equilibrado adotada pelo governo de ocupação norte-americano. A relação despesa/PNB apresentou desempenho inferior a outros países desenvolvidos, sendo o único caso entre os países da OCDE em que as despesas cresceram menos que o produto, embora entre os países industrializados elas tenham crescido em ritmo inferior apenas ao da Grécia. Essa aparente contradição é explicada pelo forte crescimento da economia japonesa, que elevou o PNB acima do nível das despesas, reduzindo a proporção. Outro aspecto importante diz respeito aos investimentos públicos: a parcela dessa despesa no total dos gastos superou a de outros países, e foi direcionada aos setores de infraestrutura, como ferrovias (SCHWARTZ, 1990).

A evolução da dívida pública, que se restringiu a pouco mais de 10% do PNB até 1975, reforçou esse movimento. Até metade dos anos 1960, essa proporção pouco se alterou, pois o aumento das despesas foi compensada pela elevação da receita. A partir de 1965, porém, o crescimento das receitas foi inferior ao esperado, obrigando o governo a cortar gastos, aumentar impostos ou emitir títulos. A escolha foi pela última opção, com o estoque multiplicando-se por dez até 1974. Esses papéis, entretanto, eram adquiridos de forma compulsória pelos City Banks e por algumas seguradoras, e não podiam ser comercializados (TORRES FILHO, 1991;LEVI, 1998).

A postura do setor público japonês durante o período de crescimento complementou a estrutura produtiva formada pelas grandes empresas e pelos City Banks, como se verá a seguir.

2.2.3. A estrutura produtiva

A estrutura produtiva japonesa após a Segunda Guerra Mundial teve como base grandes conglomerados conhecidos como *keiretsus*[16], formados a partir da desestruturação dos antigos *zaibatsus*, grupos que dominavam a economia antes do conflito, pela ocupação norte-americana.

[16] Não existe uma definição precisa para o termo *keiretsu*. Essa palavra é escrita com dois caracteres chineses, "kei", que significa linhagem ou sistema, e "retsu", que significa fila ou linha. A junção desses termos pode ser definida genericamente como sequência ordenada ou série, mas no vocabulário econômico define as várias relações entre as empresas do país (SHEARD, 1997).

Dos seis grandes *keiretsus*, quatro (Mitsui, Mitsubishi, Sumitomo e Fuji) evoluíram de antigos *zaibatsus*, enquanto os outros dois (Daichi-Kangyo e Sanwa) surgiram no período de elevado crescimento do país, entre 1955 e 1973. Uma diferença importante entre os *zaibatsus* e os *keiretsus* se refere a seus setores de atuação: enquanto os primeiros operavam em poucos setores, o segundo grupo é mais diversificado, abrangendo número maior de setores. A tabela 6 mostra a composição do *keiretsu* Mitsui, bem como a participação combinada dos seis grandes grupos em cada setor, evidenciando sua importância na economia (TORRES FILHO, 1991).

Tabela 6

Estrutura de um *keiretsu* e participação dos 6 maiores grupos em cada setor

	Mitsui 24 empresas	Part. dos seis maiores *keiretsus* no setor (%)
City Bank	Mitsui Bank	40,50
Trust Bank	Mitsui Trust	n.d.
Seguradora	Taisho F&M	52,80
Seguro/Vida	Mitsui Life	56,70
Comércio	Mitsui Bussan Mitsukoshi	66,70
Construção	Mitsui Constr. Sanki Engeen.	23,10
Real state	Mitsui R. Est.	55,10
Fibras e têxteis	Toray	40,30
Química	Mitsui Toatsu Mitsui Petrol.	43,30
Óleo e carvão	Mitsui Mining Hokkaido Coil.	45,00
Vidro e cimento	Onoda Cement	48,80
Papel	Oji Paper	37,70
Aço	Jap. St. Works	52,70
Metais não ferrosos	Mitsui M&M	56,00
Maquinário geral e de transportes	Toyota Motors Mitsui Shipb.	45,50
Máquinas elétricas e de precisão	Toshiba	39,30
Indústria naval	Mitsui – OSK	58,70
Armazéns	Mitsui Wareh.	33,90
Outras	Nippon Flour	n.d.

Fonte: LEVI (1996).

A análise de SHEARD (1997) separa os *keiretsus* em três grandes grupos, sendo que o de caráter financeiro, no qual estão incluídos os seis conglomerados mencionados acima, é o mais

importante, em função de atuar em número maior de setores. O ponto central deste grupo é um dos *City Banks*, com o qual estão conectadas empresas líderes em várias áreas, juntamente com suas subcontratadas fornecedoras de matérias-primas ou produtos intermediários, além de um *trust bank*, uma seguradora e uma *trading company* (LEVI, 1996). Três fatores contribuíram para a formação desses *keiretsus*: (1) durante a guerra, o governo direcionou as pequenas e médias empresas para auxiliar na produção de armamentos pelas grandes corporações, relação que se manteve após o fim do conflito; (2) a ocupação norte-americana não anistiou as dívidas empresariais junto aos bancos, com o intuito de fortalecer a saúde financeira destas instituições, já afetadas pela deterioração dos pagamentos do setor público; e (3) tampouco foram quebradas as relações pessoais entre os gerentes das empresas (AOKI, 1998; TORRES FILHO, 1991).

A estabilidade entre as empresas de um *keiretsu* era garantida pela posse cruzada de ações, que podia chegar a 24% do total (ou seja, pouco menos de um quarto das ações estava de posse de outros membros do *keiretsu*). Essa prática amenizava o monitoramento das atividades da empresa por parte dos acionistas, tendo em vista que os participantes do grupo partilhavam a mesma estratégia, além de mitigar a possibilidade de aquisições hostis por parte de concorrentes estrangeiros (AOKI, PATRICK e SHEARD, 1995).

O principal órgão de coordenação de um *keiretsu* é o clube de presidentes, no qual os dirigentes dos principais membros (o "núcleo duro" do *keiretsu*) se reúnem periodicamente para trocar informações e opinar sobre a estratégia do grupo. Em alguns casos, participantes de fora do *keiretsu* podem atuar no clube como observadores, como o caso da empresa Toyota no grupo Mitsui, buscando se beneficiar da estrutura do *keiretsu* para fazer frente a suas rivais, que integram outros *keiretsus*. A participação em um clube é, em geral, exclusiva, ou seja, uma empresa não faz parte de mais de um clube, com raras exceções (a Hitachi, por exemplo, está presente no clube dos *keiretsus* Sanwa, Daichi-Kengyo e Fuji) (TORRES FILHO, 1991).

Embora atuem em segmentos diferentes, os diversos componentes de um *keiretsu* podem agir com objetivos comuns, como fornecer mercado para uma nova montadora de veículos, adquirindo carros dessa empresa (como ocorreu no *keiretsu* Mitsubishi). As decisões tomadas no clube dos presidentes, porém, são apenas de caráter propositivo, não sendo impostas a qualquer um dos membros, que possuem liberdade para conduzir seus negócios conforme suas estratégias

particulares[17]. Cada empresa é, inclusive, livre para deixar o grupo a qualquer momento, embora essas saídas sejam raras e restritas a pequenas unidades (TORRES FILHO, 1991).

Os seis *keiretsus* principais são concorrentes nos principais mercados japoneses. A estratégia do governo japonês em direção à indústria pesada elevou o montante necessário para realização dos investimentos, concentrando-os nos grandes grupos industriais, com suporte financeiro de um *City Bank*. Embora dentro de cada grupo houvesse apenas uma empresa atuando em cada setor, entre os *keiretsus* a concorrência era acirrada: quando um deles avançava em direção a uma nova área, os demais o seguiam. Para estimular a concorrência, o governo não limitou a entrada dos *keiretsus* nos mercados definidos como prioritários, expandindo o escopo de cada grupo de acordo com as novas oportunidades de lucros (TORRES FILHO, 1991).

O padrão de organização da estrutura produtiva japonesa, bem como as políticas de regulação adotadas pelo governo, definiram os canais de financiamento das empresas. Com pouco acesso aos mercados de ações e de títulos, as corporações eram praticamente obrigadas a recorrer ao crédito bancário para obter recursos para a produção (como pode ser visto na tabela 7), arranjo possível devido à política de redesconto praticada pelo Banco do Japão.

O governo japonês se utilizou da política de redesconto para garantir canais contínuos de financiamento para as empresas consideradas prioritárias no desenvolvimento do país. Através desse mecanismo, o Banco do Japão transferia recursos para os City Banks, por meio da compra de títulos previamente definidos (normalmente papéis públicos ou de grandes empresas privadas) a taxas subsidiadas. Os bancos, então, repassavam o montante recebido para as empresas como crédito, a custos também inferiores aos praticados pelo mercado, principalmente de curto prazo, como era o nicho dos City Banks. Os tomadores de crédito podiam, assim, assumir compromissos certos de que, caso necessário, poderiam refinanciar sua dívida e até obter novos recursos, facilitando que os projetos de investimento desejados pelo governo fossem colocados em prática. Após repassar os recursos para os bancos, o governo exercia forte fiscalização, evitando que fossem desviados para outros fins.

[17] A cervejaria Asahi, por exemplo, que pertence ao grupo Sumitomo, adquire máquinas de membros do grupo Mitsubishi (SHEARD, 1997).

Tabela 7

Financiamento para a indústria - em % do total

Tipo	1955-59	1960-64	1965-69	1970-74
Ações	13,5	16,2	6,2	5,8
Títulos	4,4	4,5	3,3	3,1
Empréstimos	82,1	79,4	90,5	91,1

Fonte: AOKI et al. (2009)

O segundo grupo de *keiretsus* tem como base uma grande empresa, juntamente com suas afiliadas e subcontratadas, evidenciando a subordinação hierárquica destas em relação à corporação principal, sendo que essas não são totalmente independentes desta principal, que detém uma parcela de suas ações. A relação entre seus membros é principalmente comercial, sendo que as pequenas e médias empresas fornecem grande parte de sua produção para a grande corporação, enquanto esta direciona a aquisição de produtos das demais participantes do grupo. Ao contrário do primeiro grupo, a atuação destes *keiretsus* é concentrada no setor de atividade da empresa, como no caso da Toyota e da Nissan, do setor automobilístico, e a Toshiba, no setor de bens de consumo (SHEARD, 1997).

O terceiro tipo de *keiretsus* também é centrado em uma grande empresa, desta vez contendo sua rede de distribuidoras, pequenas e médias empresas especializadas em vender os produtos da corporação principal do grupo. Embora exista subordinação hierárquica, a grande empresa não possui parcela significativa das ações dos demais membros do *keiretsu*. As empresas automobilísticas são exemplos deste tipo de organização (SHEARD, 1997).

Embora o papel dos *City Banks* seja mais preponderante nos *keiretsus* financeiros, também possuem relações com as empresas dos demais tipos, principalmente as de maior porte, dada a predominância dos empréstimos bancários no financiamento da estrutura produtiva do país. Na próxima seção analisa-se com mais detalhes o papel dessas instituições.

2.2.3.1. O papel do *main bank*

Em suas relações com as empresas de seu *keiretsu*, e algumas vezes com empresas de outros grupos, os *City Banks* assumem o papel de banco principal, ou *main bank,* de seus clientes (o Industrial Bank of Japan e bancos regionais também cumprem essas funções em alguns casos). O *main bank* atua como o principal fornecedor individual de recursos (emprestando em média 15% do total e até 40% entre todos os *City Banks*), sendo a instituição bancária que detém maior parcela das ações de seus credores, na maioria dos casos figurando entre os cinco principais acionistas. As movimentações efetuadas pelas empresas, como pagamentos a empregados e trabalhadores e reserva de recursos, são também realizadas pelo *main bank*, que lucra com as taxas cobradas sobre essas operações. O banco ainda fornece auxílio nos poucos casos em que as firmas são autorizadas a emitir títulos, mantendo em sua posse os colaterais oferecidos e, com frequência, tornando-se o maior comprador dos papéis (AOKI, PATRICK e SHEARD, 1995). O papel do *main bank*, porém, ultrapassa o âmbito das relações comerciais, cabendo a este agente também

> the ex-ante judgement on business plans and investment projects as well as their impact on a firm's creditworthiness, the interim monitoring of developments in the firm's financial position, and the ex-post responsibility to manage a bail-out or restructuring process of the firm and to serve as the last-resort supplier of finance in case of financial troubles (RAUPACH- SUMIYA, 2000, p. 14).

O monitoramento do desempenho da firma é uma tarefa central desempenhada pelo *main bank*. Após a Segunda Guerra, o governo de ocupação confiscou as ações detidas pelas famílias que comandavam os *zaibatsus*, além de impor grandes taxas sobre a posse de elevado volume de papéis de coligadas e subcontratadas, com o intuito de mitigar o poder dessas famílias, evitando, desta forma, nova militarização do país. As ações confiscadas foram posteriormente vendidas junto ao público, democratizando o controle sobre as empresas e, com isso, reduzindo o monitoramento por parte dos acionistas (AOKI, PATRICK e SHEARD, 1995). A prática da posse cruzada de ações no interior dos *keiretsus* fortaleceu esse movimento, enfraquecendo o controle externo ao grupo. Coube ao *main bank* suprir esta lacuna, acompanhando as decisões e o desempenho das firmas.

O monitoramento por parte do *main bank* era contínuo, facilitado pela estreita relação com os executivos das firmas que acompanhava, muitos deles indicados pelo próprio banco: o Mitsubishi Bank, por exemplo, havia enviado 27 executivos para 21 empresas de seu *keiretsu* (TORRES FILHO, 1991). A indicação desses profissionais permitia a melhor troca de informações entre a empresa e o banco, colocando-o em posição privilegiada, mas ao mesmo tempo atribuindo-lhe a responsabilidade de sinalizar ao mercado o desempenho da empresa.

Outra função do *main bank* era disponibilizar recursos para resgatar uma empresa que enfrentasse problemas financeiros, muitas vezes incorrendo em perdas no processo. Quando um de seus clientes não conseguia arcar com seus compromissos, cabia ao banco decidir entre um resgate informal, conduzido pelo próprio *main bank*, e o processo formal de falência, sob responsabilidade de um juiz. Como possuía informações privilegiadas, o banco acabava optando pela primeira hipótese, salvo quando a recuperação era insustentável, até porque a quebra de uma empresa sob sua responsabilidade danificava a imagem do *main bank* junto ao mercado. Por esse motivo, as falências normalmente atingiam apenas pequenas e médias empresas, sendo poucos os casos de grandes firmas que não foram resgatadas pelo *main bank* (SHEARD, 1997).

Quando uma empresa não consegue efetuar o pagamento de suas dívidas, o *main bank* assumia a responsabilidade de renegociar os termos junto aos credores, buscando a extensão do prazo ou até mesmo a anistia parcial ou total do débito. A solução mais usual era o congelamento do principal e o perdão ou prorrogação dos juros. O *main bank* também era responsável por liderar um consórcio de bancos para fornecer recursos à empresa, sendo quem emprestava o maior montante, arcando com a maior parte do prejuízo. Outros *City Banks* e instituições de longo prazo, os maiores credores, tendiam a fazer concessões semelhantes às do *main bank*, mas os que possuíam parcela menor do débito da firma, como bancos regionais, seguradoras e cooperativas agrícolas, normalmente eram mais inflexíveis, em alguns casos por conta de limitações legais (SHEARD, 1997).

O fornecimento de novos recursos à firma depende da postura do *main bank* no período de dificuldades da empresa, que pode ser condicional à realização de algumas concessões por parte do agente com problemas financeiros. Para auxiliar no processo de recuperação, o banco envia profissionais de seu quadro de funcionários para ocuparem cargos-chave na empresa, substituindo os antigos executivos, que são demitidos ou remanejados para cargos com menor autonomia de decisão. Mesmo membros de famílias fundadoras são atingidos, perdendo parte do

poder sobre o controle da empresa. As mudanças sinalizam para o mercado que o banco está disposto a socorrer a firma, aumentando a disposição de outros agentes em injetar recursos no projeto de recuperação elaborado. A empresa, por sua vez, é feita refém das determinações do banco, pois sem sua colaboração dificilmente conseguirá novos recursos, acatando suas sugestões (SHEARD, 1997).

O plano de recuperação elaborado com ajuda do *main bank* é pré-requisito para a obtenção de novos fundos junto ao mercado, descrevendo as medidas que serão tomadas para sanar os débitos pendentes, como a venda de ativos, reestruturação organizacional e redução da força de trabalho. O *main bank*, então, analisa o plano, aprovando-o ou sugerindo as modificações necessárias, para depois submetê-lo aos demais envolvidos, que podem eventualmente exigir medidas mais drásticas. Caso isso aconteça, o *main bank* pressionará a empresa a aceitá-las, caso contrário precisará arcar com a reestruturação sozinho, sem auxílio dos demais bancos, o que poderá levá-lo a abandonar a firma, ameaça que enfraquece a posição de seu cliente. Quando ocorrem divergências entre as partes, as autoridades são consultadas de modo informal para definir a pendência. Após a aceitação do plano pelos demais credores, os novos recursos são emprestados à empresa, cabendo ao *main bank* acompanhar a execução das medidas propostas (SHEARD, 1997).

Durante o período de crescimento da economia japonesa, o *main bank* desempenhou funções semelhantes ao que Minsky atribuiu ao emprestador em última instância, fornecendo liquidez para empresas em períodos de crises e acompanhando a trajetória da empresa, tentando evitar a assunção de posições mais arriscadas. A aproximação entre o banco e as firmas permitiu que estas assumissem posturas especulativas sem ameaçar sua integridade, pois contavam com recursos públicos e privados praticamente garantidos para seus projetos de investimentos (TORRES FILHO, 1991). Essa relação possibilitou o maior nível de endividamento das corporações japonesas comparativamente aos seus concorrentes internacionais, em decorrência de três fatores principais: (1) a disponibilidade de crédito por parte dos bancos, com suporte do Banco do Japão, de acordo com a estratégia de desenvolvimento do governo (a partir da política de redesconto), com destaque para o impulso exportador do setor de máquinas pesadas; (2) o papel do *main bank* no resgate de empresas em dificuldades, reduzindo os impactos de decisões mais arriscadas; e (3) o bom momento vivido pelo país, que estimulou a demanda por bens de consumo duráveis e elevou o preço de demanda dos investimentos, estimulando as aquisições de

bens de capital. O monitoramento contínuo do *main bank* ainda reduzia o risco moral: o acompanhamento das atividades impedia que fossem tomadas posturas mais arriscadas, confiando que serão disponibilizados recursos em períodos de dificuldades. A substituição dos dirigentes também atua nesse sentido.

2.2.3.2. O desempenho da indústria por setor

Tendo como base o modelo anteriormente descrito e os incentivos por parte do setor público, entre a segunda metade dos anos 1950 e o início da década de 1970, a indústria japonesa cresceu com elevado dinamismo, levando o país de oitavo para o terceiro maior produtor industrial entre as economias desenvolvidas, com 9,28% do total mundial, atrás apenas de Estados Unidos (36,9%) e Alemanha (9,84%), superando nesse período Inglaterra, França, Canadá, Itália e Suécia (o país superaria também a Alemanha durante os anos 1970). A incorporação de novas tecnologias aumentou a competitividade japonesa no cenário internacional, não apenas elevando as exportações, mas também modernizando sua pauta (LAPLANE e SILVA, 1989).

Conforme pode ser observado na tabela 8, o setor de equipamentos foi o que mais ganhou importância no período, enquanto setores como têxteis, alimentos e produtos em madeira, menos intensivos em tecnologia, tiveram sua participação reduzida, movimento que comprova a importância atribuída pelo governo japonês a este setor, conforme discutido nas seções anteriores. A estrutura produtiva concentrada nos *keiretsus* também foi fundamental, através da relação entre a grande empresa e seu *main bank*, pois apenas através da disponibilidade garantida de recursos os empresários poderiam colocar em prática vultuosos projetos de investimentos em setores intensivos em capital, como a própria indústria de equipamentos e a química, que em 1973 já ocupava a terceira posição na produção industrial do país.

A diversificação da pauta de exportações seguiu o movimento geral da indústria, reduzindo-se a participação dos setores de insumos básicos e bens de consumo, em favor das indústrias de equipamentos, como pode ser observado no gráfico 4. A estrutura das importações (ver gráfico 5), por outro lado, mostrou maior importância do setor de alimentos no início dos

anos 1950, com o país ainda se recuperando dos efeitos da Segunda Guerra, que se reduziu nos períodos seguintes. A importação de máquinas também elevou sua participação no final dos anos 1950, necessária para a recuperação da indústria, em seguida se reduzindo com a mudança de foco para a pesquisa interna. As matérias-primas e combustíveis, porém, permaneceram como o item de maior importância em todo período, representando mais da metade do total, o que teria implicações importantes após o choque do petróleo, como será descrito no próximo capítulo.

Tabela 8

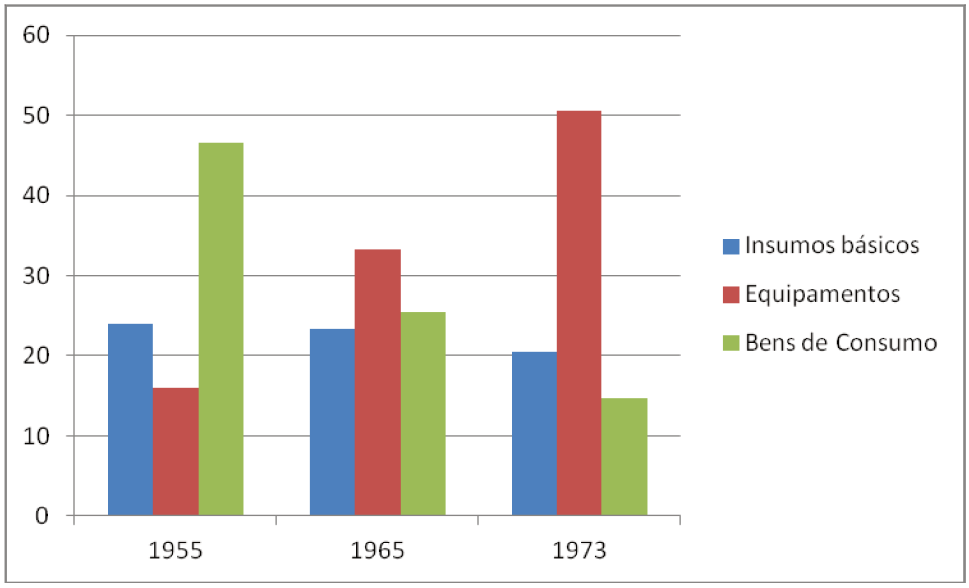
Evolução da produção industrial japonesa por setor - em % do total

Setor	1955	1960	1965	1970	1973
Ferro e aço	5,6	6,5	6,7	7,5	7,5
Metais não ferrosos	2,7	3,1	2,9	2,9	3,1
Metalurgia	6,0	6,5	6,1	7,1	7,6
Equipamentos	15,0	25,8	29,3	37,7	38,7
Cerâmica e pedra	6,8	6,7	6,1	5,1	5,0
Química	8,5	8,5	8,7	9,0	9,0
Petróleo e carvão	0,9	1,1	1,4	1,5	1,6
Papel e celulose	3,8	4,1	3,9	3,3	3,1
Têxtil	21,5	17,0	14,1	10,3	9,8
Alimentos	19,0	12,2	11,7	7,6	6,7
Produtos em madeira	8,7	5,7	4,0	2,6	2,1
Outros	1,5	2,8	5,1	5,4	5,8

Fonte: LAPLANE e SILVA (1989)

Gráfico 4

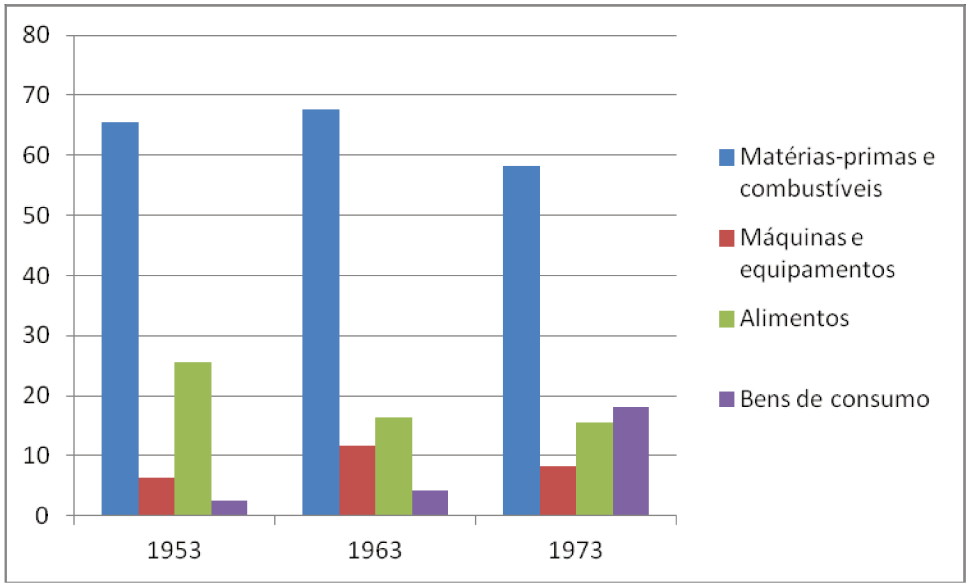
Composição da pauta de exportações - em % do total



Fonte: elaboração própria a partir de dados de LAPLANE e SILVA (1989)

Gráfico 5

Composição da pauta de importações - em % do total



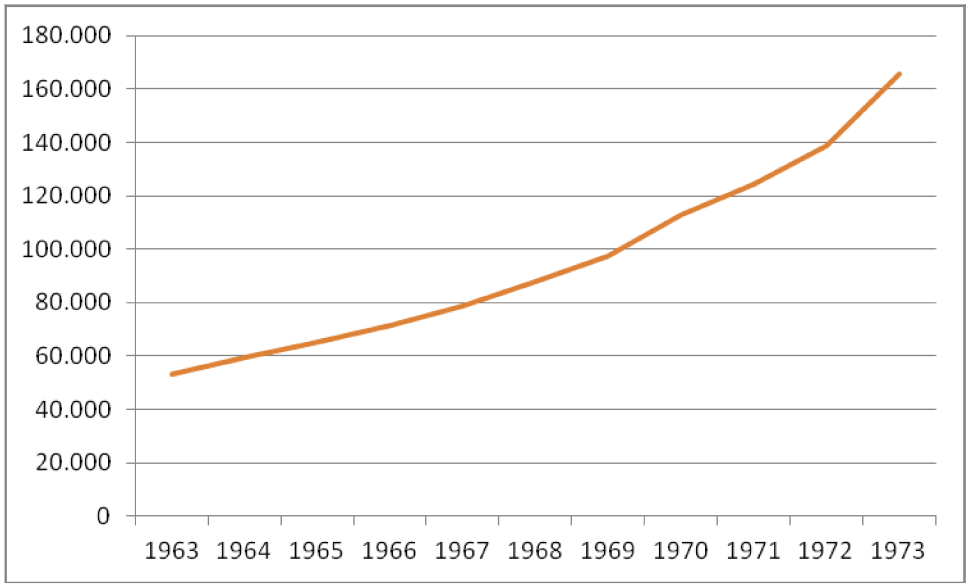
Fonte: elaboração própria a partir de dados de LAPLANE e SILVA (1989)

2.2.4. As famílias

O período de forte crescimento da economia japonesa foi benéfico também para as famílias. A opção pelo investimento como motor do processo reduziu a taxa de desemprego e elevou os salários, aumentando a renda das famílias (ver Gráfico 6), o que permitiu a aquisição de eletrodomésticos e outros bens de maior valor (ver Tabela 9).

Gráfico 6

Renda média das famílias - em ienes



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do STATISTICS BUREAU OF JAPAN

O fortalecimento dos sindicatos no período anterior à Segunda Guerra Mundial e a incorporação de novas tecnologias foram fatores que fortaleceram a posição dos trabalhadores. O aumento das pesquisas internas levou à construção de habilidades específicas, o que dificultava a demissão de funcionários. Esse cenário levou ao desenvolvimento de longas carreiras, que terminavam em altos cargos dentro da empresa. Criou-se, então, um grupo de trabalhadores considerados "permanentes", que dificilmente mudavam de empresa, enquanto no restante, o "não permanente", a rotatividade era maior (LAPLANE e SILVA, 1989).

Tabela 9

Quantidade de domicílios com eletrodomésticos e outros bens de consumo selecionados - em % do total

Ano	Geladeira	Máquina de lavar	Aspirador de pó	Televisão a cores	Automóvel de passageiros	Câmera de vídeo
1964	38,2	61,4	26,8	-	-	43,8
1965	51,4	68,5	32,2	-	-	49,4
1966	61,6	75,5	41,2	0,3	-	52,9
1967	69,7	79,8	47,2	1,6	9,5	57,3
1968	77,6	84,8	53,8	5,4	13,1	59,8
1969	84,6	88,3	62,6	13,9	17,3	62,7
1970	89,1	91,4	68,3	26,3	22,1	64,1
1971	91,2	93,6	74,3	42,3	26,8	67,0
1972	91,6	96,1	79,8	61,1	30,1	69,8
1973	94,7	97,5	85,2	75,8	36,7	72,7

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do STATISTICS BUREAU OF JAPAN

Uma das características das famílias na economia japonesa diz respeito a seu alto grau de poupança em comparação com outros países. Entre os motivos levantados por Takayama e Kitamura (1994) estão as reservas para a velhice, o aumento da renda, as economias para aquisição de bens de alto valor, como os imóveis (como os bancos privilegiavam o crédito para a indústria, as famílias precisavam poupar para adquirirem produtos de maior valor) e as transferências entre gerações. A poupança postal, administrada pelo setor público, também foi importante nos segmentos de renda mais baixos, cujo pequeno volume de economias não alcançava boa remuneração nos bancos privados, devido ao baixo valor das aplicações. Além disso, o governo estimulou as aplicações, ao fornecer vantagens tributárias, como a isenção de imposto de renda sobre os rendimentos dessa aplicação, buscando captar recursos para serem utilizados pelos bancos públicos (IMF, 1993). Hayashi (1986) complementa essa análise mencionando a previdência pública deficiente, que começou a se estruturar apenas a partir dos anos 1970, além do elevado desejo de transmitir bens aos descendentes (o autor usa o termo "legado" para definir este motivo).

Durante o período de elevado crescimento, o governo regulou os mercados de capitais, e as poucas emissões autorizadas geralmente eram absorvidas pelos City Banks, de modo que as famílias possuíam poucas alternativas de aplicação de riqueza que não os depósitos bancários, uma estratégia para fortalecer a posição dessas instituições. A tabela 10 revela esse cenário, mostrando a elevada participação dos depósitos bancários na aplicação de recursos pelas famílias.

Tabela 10

Aplicação de recursos pelas famílias - em % do total

Tipo	1955-59	1960-64	1965-69	1970-74
Moeda	4,4	5,7	6,3	6,8
Depósitos	61,4	53,7	59,0	65,3
Seguradoras	11,9	9,6	13,0	13,0
Títulos*	3,0	3,9	7,1	6,7
Trusts e investment trusts	13,3	16,2	8,6	7,6
Outros	6,0	10,9	6,0	0,6

*incluindo títulos de empresas públicas e privadas, debêntures de bancos, dívida do governo e ações

Fonte: AOKI et al. (2009)

2.3. Considerações finais

Entre o final da Segunda Guerra Mundial e o primeiro choque do petróleo, a economia japonesa cresceu de forma vigorosa, a partir de uma indústria que rapidamente figurou entre as mais importantes do planeta. O atraso tecnológico verificado nos anos 1950 foi compensado pela importação de tecnologias de fronteira, com base na qual o país passou a desenvolver suas próprias inovações. A preocupação norte-americana em evitar que o país adotasse o socialismo, devido à proximidade com a União Soviética, foi outro fator que estimulou a adoção de práticas favoráveis à recuperação econômica japonesa, através da escolha de empresas mais estruturadas, que não tinham mais relação com as famílias que controlavam os antigos *zaibatsus* (desenvolvimento a convite).

A disponibilidade de crédito bancário serviu como fonte praticamente ilimitada de recursos, tendo em vista as atitudes tomadas pelo setor público para chancelar essas operações, muitas vezes disponibilizando os recursos necessários para que os grandes projetos de investimento fossem postos em prática. Esse processo permitiu que as empresas se endividassem em patamar acima do verificado em outros países sem ameaçar a integridade da economia. O forte crescimento do produto industrial e dos lucros também reduziu a possibilidade de crises.

A supervisão por parte dos *main banks* e a regulação dos mercados financeiros foram fatores essenciais para que não ocorresse a reversão prevista pela teoria minskyana. O monitoramento contínuo por parte dos City Banks, por meio, entre outras práticas, da indicação de seus profissionais em postos de grande importância na empresa, se aproximou das propostas regulatórias de Minsky, ressalvando que, apesar de suas práticas protegerem o sistema como um todo, a preocupação maior era com a própria saúde financeira do banco, que se comprometia a intervir em situações de dificuldades no pagamento de dívidas.

As restritas alternativas de aplicação de recursos limitaram as oportunidades de ganhos por parte das empresas e das famílias, que direcionaram seus recursos para a produção e os depósitos bancários, respectivamente. Esse modelo serviu aos propósitos dos bancos, que tinham fontes seguras e baratas de recursos advindos dos três outros grupos de agentes, permitindo que fossem assumidas posturas mais arriscadas, com a redução da liquidez em suas carteiras.

O cenário começa a mudar a partir do início dos anos 1970, quando a economia enfrenta períodos de baixo crescimento em função do impacto do aumento do preço do petróleo, agravado na década seguinte pela pressão norte-americana pela valorização do iene. Esses fatores levam a modificações no modelo de desenvolvimento japonês, que, em última instância, estão entre as principais causas da bolha especulativa e da crise que se seguiu. O próximo capítulo descreve esses movimentos.

CAPÍTULO 3: A CRISE JAPONESA DOS ANOS 1990 À LUZ DA HIPÓTESE DA INSTABILIDADE FINANCEIRA DE MINSKY

3.1. Introdução

No final dos anos 1980, após um breve período de desaceleração em virtude da valorização do iene, a economia japonesa entrou em uma nova fase de forte crescimento, porém a partir de um arranjo diferente do verificado no período de recuperação das décadas anteriores. A desregulação dos mercados de capitais a partir do primeiro choque do petróleo em 1973 aumentou a importância da esfera financeira, para a qual os capitais passaram a fluir, inclusive da indústria. As mudanças na economia nos anos 1970, decorrente de alterações no contexto internacional, alteraram drasticamente o cenário vivido no período de elevado crescimento entre os anos 1950 e 1970, com redução do ritmo da indústria e a desarticulação dos mecanismos de intervenção estatal postos em prática até então.

Neste capítulo, analisam-se as mudanças verificadas na economia japonesa a partir dos anos 1970, que culminaram na formação de uma bolha especulativa de preços nos mercados acionário e imobiliário, cujo estouro colocou o país em uma grave crise por mais de uma década. A análise apoia-se na teoria minskyana apresentada no primeiro capítulo para a compreensão desses processos, com foco no comportamento dos principais agentes e na ação das autoridades econômicas. Para tanto, o presente capítulo está dividido da seguinte forma, além desta introdução: na segunda seção descrevem-se os principais impactos dos choques do petróleo e do Acordo de Plaza sobre a economia japonesa, com foco especial nas empresas e nos bancos; na terceira seção, apresenta-se a bolha especulativa que se formou no final dos anos 1980, destacando seus determinantes e consequências (ou seja, a crise financeira que se seguiu ao seu estouro); na quarta seção, utiliza-se a teoria minskyana para analisar o comportamento dos principais agentes (empresas, famílias e bancos) e mostrar como as mudanças ocorridas no cenário internacional e no ambiente doméstico a partir dos anos 1970 ajudaram a desencadear a bolha e a crise, e as medidas implementadas pelo Grande Governo e pelo emprestador em última instância para tentar superá-la; na quinta seção, discute-se uma visão alternativa da crise, que

coloca uma armadilha de liquidez como sua principal causa; o capítulo encerra-se com algumas considerações finais.

3.2. Os impactos dos choques do petróleo e do Acordo de Plaza

Após vinte anos de forte crescimento, a economia japonesa atravessou períodos de maior instabilidade nas décadas de 1970 e 1980, que resultaram em profundas transformações nas estruturas produtiva e financeira do país em relação ao período de elevado crescimento, aproximando-as do modelo encontrado nos países ocidentais. Essas mudanças foram determinantes fundamentais da formação da bolha especulativa no final da década de 1980.

A seguir, descrevem-se os impactos dos dois principais eventos externos que modificaram o modelo de desenvolvimento japonês durante essas décadas: os dois choques do petróleo nos anos 1970 (em especial o primeiro, em 1973) e o Acordo de Plaza.

3.2.1. Os impactos dos choques do petróleo

No início dos anos 1970, a economia japonesa se deparou com três movimentos que forçaram o governo a alterar a estratégia de desenvolvimento adotada nas décadas anteriores: o esgotamento do modelo produtivo concentrado na indústria pesada; a elevação do preço das matérias-primas, em especial o petróleo; e a pressão social contra os impactos ambientais causados pelo crescimento industrial. Embora a origem desses movimentos seja distinta, eles foram inter-relacionados, levando o governo a reduzir a importância das indústrias intensivas em recursos naturais e concentrar seus esforços naquelas intensivas em conhecimento e de elevado conteúdo tecnológico (*high-tech*).

A indústria japonesa foi prejudicada pela elevação dos preços do petróleo no início dos anos 1970. Entre 1973 e 1975, as importações do combustível mais que dobraram, gerando inflação elevada e freando o forte período de crescimento que a economia vinha atravessando

desde os anos 1950 (TISHEYAR, 2011). Iniciou-se, então, um processo de reestruturação na indústria do país, com o objetivo de reduzir os impactos da crise.

A elevação dos preços das matérias-primas impactou principalmente os setores intensivos em energia e recursos naturais, como siderurgia e outros produtos intermediários, e a construção civil. O aumento dos custos levou à formação de estoques e à elevação da capacidade ociosa, devido aos impactos da redução da demanda interna e ao menor crescimento da economia internacional, que afetou negativamente as exportações do país. Como pode ser visto na tabela 11, a produção industrial caiu em praticamente todos os setores, recuperando-se somente no final da década, já com um perfil diferente do verificado antes da crise.

Tabela 11

Índice de produção industrial – setores selecionados (1973 = 100)

Setor	1974	1975	1976	1977	1978
Manufaturas	97	87	96	100	106
Ferro e aço	99	86	94	93	99
Metais não ferrosos	87	77	92	98	105
Metalurgia	93	76	86	92	100
Química	101	90	100	105	118
Equipamentos	101	88	100	107	117
Equipamentos elétricos	101	84	108	123	139
Equipamentos de transporte	101	99	101	105	103
Petróleo e carvão	97	93	96	98	97
Papel e celulose	96	84	95	97	102
Têxteis	87	82	89	88	89
Alimentos	99	100	102	106	108
Bens de capital	101	86	91	97	104
Bens de consumo duráveis	99	96	120	135	151
Bens de consumo não duráveis	101	99	106	110	117
Bens intermediários	94	83	94	96	100
Construção civil	91	77	88	94	100

Fonte: TAVARES ET AL. (1991)

Após o grande período de crescimento industrial dos anos 1950 e 1960, a indústria japonesa já figurava entre as mais avançadas do planeta. Puxado por este movimento, o país como um todo havia se recuperado dos efeitos da Segunda Guerra Mundial. Começaram a gerar preocupações, então, outros problemas, antes relevados em favor do elevado crescimento, como os impactos ambientais e o bem-estar social. Diante das pressões da população e de alguns

grupos políticos, o governo japonês decidiu alterar sua estratégia de desenvolvimento, deixando em segundo plano as indústrias pesadas e priorizando aquelas intensivas em conhecimento, que eram também as que possuíam maiores possibilidades de expansão nos mercados internacionais (TAVARES ET AL.,1991).

As políticas governamentais agiram em duas direções: amenizar os impactos da elevação dos preços dos insumos sobre os setores decadentes e estimular o desenvolvimento das indústrias de ponta, menos intensivas em recursos naturais. No primeiro caso, foram firmados acordos setoriais para a redução progressiva da produção, com estímulos para treinamento e realocação de pessoal, geralmente entre empresas do mesmo grupo. Foram estabelecidas ainda empresas públicas ou fundos para aquisição de terrenos, plantas ou maquinaria a serem abandonados, enquanto para as empresas que sobrevivessem foi autorizada a formação de cartéis. O governo procurou também incentivar o desenvolvimento de novas tecnologias, mais eficientes em termos energéticos, financiando parte dos gastos em pesquisa. Com essas estratégias, o setor público lidou com a desaceleração dos setores mais afetados (principalmente os intensivos em energia) de forma coordenada e gradual, evitando que fossem alvo de grandes e abruptas crises, que teriam impactos no restante da economia. Os setores de aço, alumínio, fertilizantes químicos, produtos de fibra sintética, fiação de lã e de algodão, papelão, naval e siderurgia foram os principais beneficiados por essas políticas (TAVARES ET AL., 1991).

No outro extremo estavam as indústrias mais avançadas, em especial as de equipamentos eletrônicos e de precisão. Após o crescimento por meio de importação de tecnologias verificado nas décadas anteriores, o Japão havia alcançado seus principais concorrentes nos setores mais dinâmicos, o que implicava que o país podia, então, definir os rumos a serem seguidos, não mais dependendo de seus concorrentes internacionais (TAVARES ET AL., 1991). Após 1973, portanto, o crescimento industrial japonês se deu principalmente por meio do desenvolvimento interno de novas tecnologias. A tabela 12 mostra o maior avanço das despesas totais com pesquisa e desenvolvimento (P&D) no Japão em comparação com outros países. A estratégia adotada pelo governo japonês favoreceu o estímulo ao setor privado, com tratamento fiscal favorecido às empresas que investissem no desenvolvimento de novas tecnologias e estímulos à formação de grupos para troca de informações, que era realizada também no interior dos *keiretsus*. (TAVARES ET AL., 1991).

Tabela 12

Despesas em P&D como proporção do PNB - em % do total

	Ano	Japão	EUA	Europa Ocidental
Gastos totais em P&D	1967	1,58	3,07	1,78
	1975	2,01	2,38	1,81
	1983	2,67	2,73	2,08
Gastos não militares em P&D	1967	1,56	1,97	1,47
	1975	2,00	1,75	1,57
	1983	2,66	1,97	1,80

Fonte: TAVARES ET AL. (1991)

Guiada pelas políticas do setor público (ainda que mais de forma indireta), a indústria japonesa alterou radicalmente seu perfil ao longo dos anos 1970 e 1980. Os setores pesados (exceto a química) e intensivos em trabalho perderam espaço, enquanto os equipamentos ampliaram sua participação, com destaque para os setores de equipamentos eletrônicos e de precisão, cuja produção apresentou forte crescimento entre 1980 e 1985, como mostra a tabela 13. A produtividade dos setores mais avançados (de ponta) também superou fortemente a dos demais setores (ver Gráfico 7).

Tabela 13

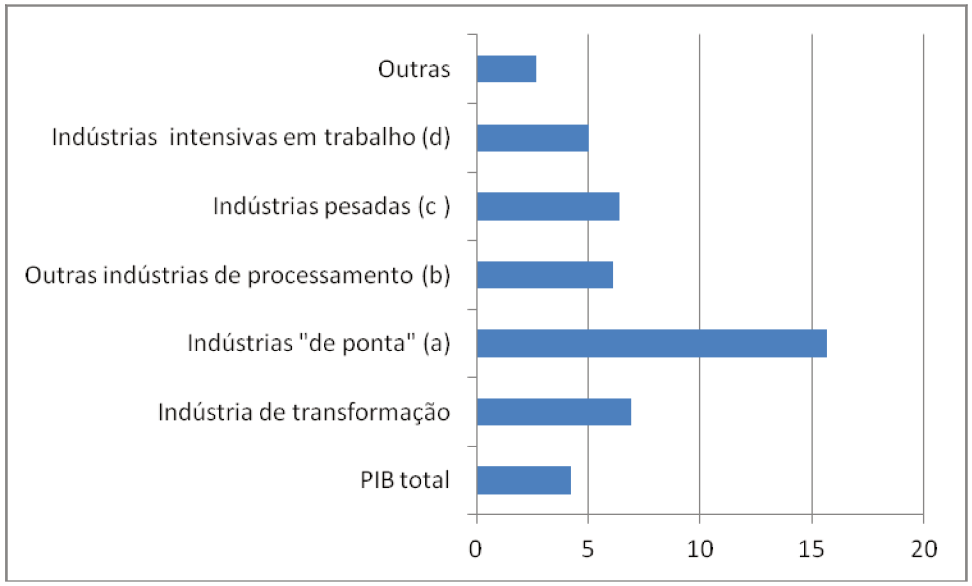
Índice de produção industrial em termos reais - setores selecionados - 1980 = 100

Setor	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Indústria geral	100,0	101,0	101,3	104,9	116,5	121,9
Química	100,0	99,8	102,5	108,8	117,9	121,7
Ferro e aço	100,0	93,6	91,4	89,1	98,3	100,4
Metais não ferrosos	100,0	95,8	92,6	95,5	100,4	100,1
Metais fabricados	100,0	96,4	99,0	94,2	98,5	99,2
Equipamentos eletroeletrônicos	100,0	113,9	125,2	149,7	193,4	215,0
Equipamentos industriais	100,0	102,2	100,6	99,8	113,0	121,1
Equipamentos de transporte	100,0	105,8	99,1	94,6	104,1	107,9
Equipamentos de precisão	100,0	109,4	103,5	110,3	128,4	150,2
Têxtil	100,0	98,4	97,4	96,8	99,0	98,3
Papel e celulose	100,0	94,4	97,1	102,7	108,0	112,8
Produtos em madeira	100,0	91,2	87,4	84,6	80,8	79,2

Fonte: LAPLANE E SILVA (1989)

Gráfico 7

Crescimento médio da produtividade - 1970 - 1983 - setores selecionados



Observação:
(a) equipamentos eletrônicos + instrumentos de precisão
(b) equipamentos em geral + equipamentos de transporte + produtos de metal
(c) Química + produtos de petróleo + metais básicos
(d) têxtil + alimentos

Fonte: Elaboração própria a partir de dados de LAPLANE E SILVA (1989)

Outra mudança verificada na indústria japonesa durante os anos 1970 foi a crescente ampliação dos investimentos diretos no exterior, que aumentaram em média 20% entre 1974 e 1981 e 10% entre esse ano e 1986. Esse movimento teve dois objetivos distintos: de um lado, ampliar o acesso das indústrias japonesas a mercados externos; de outro, deslocar para outros países os setores intensivos em recursos naturais, de modo a reduzir os custos destes insumos (MEDEIROS, 1997).

A queda na demanda interna e o aumento dos preços dos insumos levou as indústrias japonesas pesadas (intensivas em recursos naturais) a deslocar sua produção para países com maior disponibilidade desses recursos (*resource-seeking*), em especial para a América Latina e outros países da Ásia, que tiveram maior participação até 1974 (ver tabela 14). Entre os setores predominantes nestes países estavam a metalurgia, a química/petroquímica, os produtos têxteis e as indústrias de Madeira/polpa (LAPLANE E SILVA, 1989).

Tabela 14

Investimentos diretos acumulados no exterior na indústria de transformação - em % do total

Região	1974	1981	1986
América do Norte	16,1	22,9	31,6
América Latina	29,7	20,4	18,7
Ásia	39,5	35,4	30,8
Oriente Médio	2,4	7,4	5,1
Europa	4,9	7,0	8,5
Oceania e África	7,3	6,8	5,2

Fonte: LAPLANE E SILVA (1989)

No início da década de 1980, a composição dos investimentos se alterou, em favor das indústrias mais dinâmicas, principalmente equipamentos eletroeletrônicos e de transporte, incluindo automóveis (ver tabela 15). Nesse caso, a destinação foram os países desenvolvidos, com o objetivo de ampliar a venda de produtos japoneses nestes mercados (*market-seeking*), pois vários deles, em especial os Estados Unidos, impuseram restrições às exportações japonesas. Esse movimento levou a América do Norte a superar a Ásia como principal destino dos investimentos japoneses em 1986, sendo que a participação da Europa também se elevou, em detrimento da América Latina e dos Asiáticos (LAPLANE E SILVA, 1989).

Tabela 15

Investimentos diretos acumulados no exterior na indústria de transformação - setores selecionados

Setor	1974	1981	1986
Têxtil	22,2	11,6	8,5
Madeira/polpa	10,2	5,5	4,1
Química/petroquímica	15,3	19,2	16,3
Metalúrgica	15,3	21,1	21,2
Equipamentos em geral	7,4	7,4	8,1
Equipamentos eletroeletrônicos	10,3	13,8	15,3
Equipamentos de transporte	6,4	9,2	13,8
Outros	12,8	12,0	12,7

Fonte: LAPLANE E SILVA (1989)

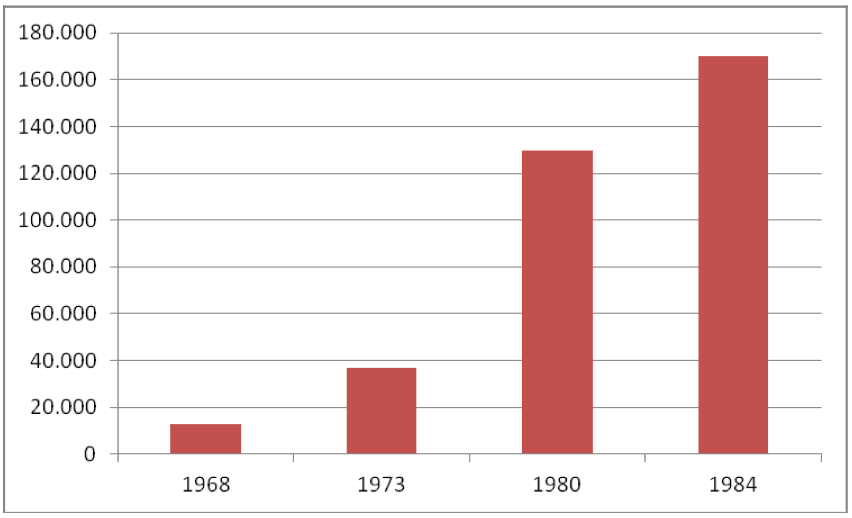
A modernização da indústria japonesa, tanto nos setores decadentes (busca de novas tecnologias, menos intensivas em energia e recursos naturais), quanto nos dinâmicos (desenvolvimento de novos produtos e busca por novos mercados) teve reflexo nas exportações,

aumentando a participação do país no comercio mundial, fato que evidencia a maior competitividade de sua indústria naquele momento (LAPLANE E SILVA, 1989).

Com a desaceleração da demanda interna, o volume das exportações se elevou intensamente ao longo da primeira metade dos anos 1980 (ver gráfico 8). Um aspecto que evidencia a importância das exportações pode ser verificado na tabela 16, que mostra o direcionamento de alguns produtos dos setores dinâmicos para o exterior.

Gráfico 8

Valor das exportações - anos selecionados - em milhões de dólares



Fonte: Elaboração própria a partir de dados de LAPLANE E SILVA (1989)

Além da modernização da estrutura industrial, a valorização do dólar após 1979 foi outro fator que estimulou as exportações japonesas na primeira metade dos anos 1980, embora o choque de taxas de juros provocado para fortalecer a moeda norte-americana tenha reduzido a demanda internacional, que viria a se recuperar apenas próximo à metade da década, o que explica o elevado crescimento das vendas japonesas ao exterior em 1984. O mercado estadunidense ganhou espaço como principal destino das exportações japonesas, principalmente devido à taxa de câmbio entre as duas moedas, absorvendo em especial equipamentos eletrônicos e automóveis, que elevaram sua participação na pauta de exportação do país. Entretanto, a imposição de limites para a importação de alguns produtos por parte dos Estados Unidos

(imposição de barreiras não-tarifárias) agiu em sentido contrário, levando alguns setores, como o automobilístico, a estabelecer filiais naquele país, por meio de IDE (LAPLANE E SILVA, 1989).

Tabela 16

Produção e exportação - produtos selecionados - por mil unidades - 1985

Produtos	Produção	Exportação	Exp./Prod. (%)
Aparelhos vídeo-cassete	28.283	25,475	90
Relógios	176,920	157.219	89
Máquinas fotográficas 35 mm	16.438	13.457	82
Forno micro-ondas	7.909	6.411	81
Caixas registradoras	1.395	1.128	81
Máquinas copiadoras	2.701	2.172	80
Máquinas calculadoras eletrônicas de mesa	86.031	65.829	77
Carros de passageiros	7.647	4.427	58
Televisores a cores	16.880	8.880	53
Motocicletas	4.536	2.223	49
Máquinas de lavar	5.092	2.069	41
Refrigeradores elétricos	5.354	1.958	37

Fonte: LAPLANE E SILVA (1989)

Enquanto o Japão expandia progressivamente suas exportações, as importações cresceram em menor ritmo, devido às adaptações feitas pela indústria do país ao aumento do preço das matérias-primas, e também pela menor necessidade de aquisição de máquinas e equipamentos estrangeiros, que já haviam sido incorporados à produção nacional. Assim, mesmo com a maior parte das restrições sobre a entrada de produtos importados sendo retiradas no final dos anos 1960, o impacto na Balança Comercial foi limitado.

Impulsionada pelo forte crescimento das exportações, a Balança Comercial japonesa apresentou resultados positivos a partir da segunda metade dos anos 1970, que foram revertidos apenas com os efeitos do segundo choque do petróleo, recuperando-se a partir de 1983. A tabela 17 separa o resultado por região, mostrando o impacto da elevação do preço do petróleo na relação com o Oriente Médio, em especial nos anos após os choques (os saltos de 1974 e 1980) e o crescente superávit com os Estados Unidos, que gerou intensas pressões para valorização do iene, como se verá na próxima seção.

Tabela 17

Saldos comerciais - regiões selecionadas - em milhões de dólares

Ano	Total	Estados Unidos	Oriente Médio
1972	5.120	2.996	-2.317
1973	-1.384	179	-3.167
1974	-6.574	117	-12.240
1975	-2.110	-459	-10.402
1976	2.426	3.881	-11.469
1977	9.686	7.321	-11.621
1978	18.200	10.125	-10.032
1979	-7.640	5.972	-18.643
1980	-10.721	6.959	-30.142
1981	8.740	13.312	-24.938
1982	6.900	12.151	-20.818
1983	20.534	18.182	-16.636
1984	33.611	33.075	-18.860
1985	46.099	39.485	-17.766

Fonte: LAPLANE E SILVA (1989)

3.2.2. Os impactos do Acordo de Plaza

O crescente superávit comercial entre o Japão e os Estados Unidos na primeira metade dos anos 1980, em favor do primeiro, trouxe dificuldades para os dois países. Do lado japonês, era preciso esterilizar o impacto monetário dos superávits comerciais, de modo a não perder o controle da base monetária, além de impedir a valorização da moeda doméstica; para os estadunidenses, o resultado negativo da Balança de Transações Correntes implicava a necessidade de absorver um volume cada vez maior de capitais externos. Os Estados Unidos, porém, estavam decididos a não intervir no mercado de câmbio, e passaram, então, a pressionar por mudanças na política econômica japonesa, de modo a fornecer maior acesso dos investidores internacionais aos ativos japoneses. Segundo a visão defendida pelos Estados Unidos, as restrições às aquisições desses ativos geravam desequilíbrios na taxa de câmbio entre as duas moedas, reduzindo a demanda pelo iene e mantendo seu valor artificialmente fraco (MELIN, 1997).

Após o abandono das paridades fixas nas taxas de câmbio, no início dos anos 1970, a moeda japonesa mostrou tendência de valorização, mostrando que o valor fixado vinte anos antes já estava subestimado. Os dois choques do petróleo, porém, agiram no sentido contrário, pois a elevação das importações devido à elevação do preço dos insumos (mais de 80% do volume consumido era importado) pressionou para baixo o valor da moeda japonesa. O movimento se reverteu novamente no início dos anos 1980: a valorização do dólar levou à explosão do superávit comercial japonês no início dos anos 1980, em especial em relação aos Estados Unidos, aumentando a pressão daquele país por mudanças na política externa do país, tanto no âmbito externo quanto interno (MELIN, 1997).

Segundo a teoria defendida pelas autoridades norte-americanas na época, as restrições impostas pelo governo japonês para acesso dos investidores estrangeiros aos mercados financeiros domésticos, bem como para emissões de dívidas em mercados internacionais, limitavam a demanda pela moeda japonesa, dificultando sua valorização. Esse movimento impedia o ajuste dos fluxos de comércio, que reduziriam o superávit japonês. Tal análise, porém, levava em consideração apenas fatores conjunturais, especificamente a taxa de câmbio, deixando de lado outros aspectos relevantes, de caráter estrutural, como a modernização da indústria japonesa, cuja tecnologia em muitos setores superou seus concorrentes estadunidenses (HENNING, 1994).

A pressão pela valorização do iene se iniciou nos anos 1970, mas adquiriu maior intensidade na década seguinte, em especial após 1983, quando a economia se recuperou dos efeitos negativos do choque de juros de 1979. Os Estados Unidos demandavam maior acesso aos mercados japoneses, pois o crescimento da economia japonesa acima do nível dos demais países desenvolvidos tornava seus ativos mais atrativos aos investidores estrangeiros. Para tanto, o governo japonês deveria retirar os controles sobre os fluxos de capitais e adotar medidas para liberalizar os mercados financeiros, regulados desde a Segunda Guerra.

Os instrumentos utilizados pelos Estados Unidos em suas negociações com o Japão envolviam principalmente restrições à importação de produtos daquele país, o que afetava diretamente os exportadores japoneses, que tinham no mercado norte-americano seu principal destino. Outro mecanismo adotado foram reuniões entre membros dos dois países, como o Grupo de Trabalho Iene/Dólar, buscando soluções para reduzir a diferença na Balança Comercial entre ambos (MELIN, 1997).

Apesar da pressão estadunidense ter sido significativa, Helleiner (1994) defende que ela apenas intensificou processos que teriam levado a mudanças devido a modificações na própria lógica dos agentes japoneses. Desde o início dos anos 1960, os bancos japoneses já haviam adquirido papel importante nos mercados de Londres, mas as restrições impostas pelo governo impediam que sua participação fosse ainda maior, limitando a lucratividade das operações nos mercados internacionais. Eles compartilhavam a posição estadunidense de tornar Tóquio um centro financeiro, o que somente fortaleceria sua posição.

Além das questões econômicas, alguns setores da política japonesa passaram a apoiar a eliminação dos controles de capitais, em especial os ligados aos mercados exportadores que sofriam ameaças do protecionismo dos Estados Unidos (HENNING, 1994). Para esses grupos, o avanço na liberalização dos mercados japoneses fortaleceria a posição do país no contexto internacional, tornando o país cada vez mais um líder global. Alguns grupos políticos possuíam influência principalmente nos grandes bancos, que partilhavam de sua estratégia, enfrentando as resistências por meio da definição de grupos de discussão, nos quais executivos das instituições bancárias exerciam grande influência (HELLEINER, 1994).

Embora a demanda por mudanças tivesse em pauta desde os anos 1970, foi somente a partir do início da década seguinte que medidas significativas foram tomadas. O superávit comercial teve papel importante na decisão do governo, em função da necessidade de esterilizar a moeda estrangeira excedente sem pressionar a moeda japonesa. O resultado positivo em caráter permanente também atenuou a possibilidade de restrições de divisas, um dos argumentos utilizados para defender os controles de capitais nas décadas anteriores.

O governo então se deparou com o dilema de esterilizar o superávit comercial, pressionando a dívida pública, ou deixar a taxa de câmbio se valorizar, o que teria um impacto negativo, principalmente nos setores exportadores. A primeira opção foi a escolhida, porém o governo evitou atuar de forma direta, preferindo retirar as restrições impostas às operações cambiais, para que o próprio setor privado aplicasse os recursos em mercados internacionais. Para viabilizar esse processo, já em 1980 foi modificada a lei que regia as transações com o exterior, vigente desde os anos 1940, autorizando as operações cambiais por parte dos agentes privados, beneficiando principalmente empresas e bancos, invertendo a lógica que vigorava anteriormente (LEVI, 1998).

Já em 1985, o Japão se tornou o maior credor internacional, superando os Estados Unidos, fortalecendo o argumento de alguns grupos políticos que defendiam a liberalização dos controles de capitais para que o país pudesse desfrutar dos lucros oriundos das operações financeiras em mercados internacionais, em especial nos Estados Unidos, devido ao elevado diferencial de taxa de juros entre os dois países. Os dólares, então, eram recebidos pelos exportadores japoneses por meio de operações comerciais, e posteriormente retornavam aos mercados estadunidenses através de fluxos financeiros (HELLEINER, 1994). Os investimentos japoneses no exterior, entretanto, foram efetuados em volume superior ao superávit comercial, através da tomada de recursos externos de curto prazo por parte dos bancos autorizados a operar com moeda estrangeira, elevando de forma intensa seu passivo. O objetivo dessas operações era financiar a aquisição de ativos em mercados externos por parte dos investidores, aproveitando-se das melhores condições para tomada de recursos nestes mercados. Em contrapartida, os agentes reduziram a segurança de suas posições (LEVI, 1998).

Outro avanço importante ocorreu em 1984, com o acordo firmado entre o Tesouro norte-americano e o Ministério das Finanças japonês, no qual este foi definido "a detail timetable of liberalization moves, commiting Japan to develop a Euroyen market, institute capital market deregulation and liberalization, and allow foreign financial institutions access to Japanese financial markets." (HELLEINER, 1994: p. 152). O processo de liberalização, porém, não foi uniforme, favorecendo mais as saídas de capitais que as entradas, sendo permitidas apenas algumas operações por parte de investidores estrangeiros no país, como o mercado de bônus denominado em moeda estrangeira, os chamados *shogun bonds*, e as emissões domésticas em ienes por investidores estrangeiros, os *samurai bonds* (LEVI, 1998).

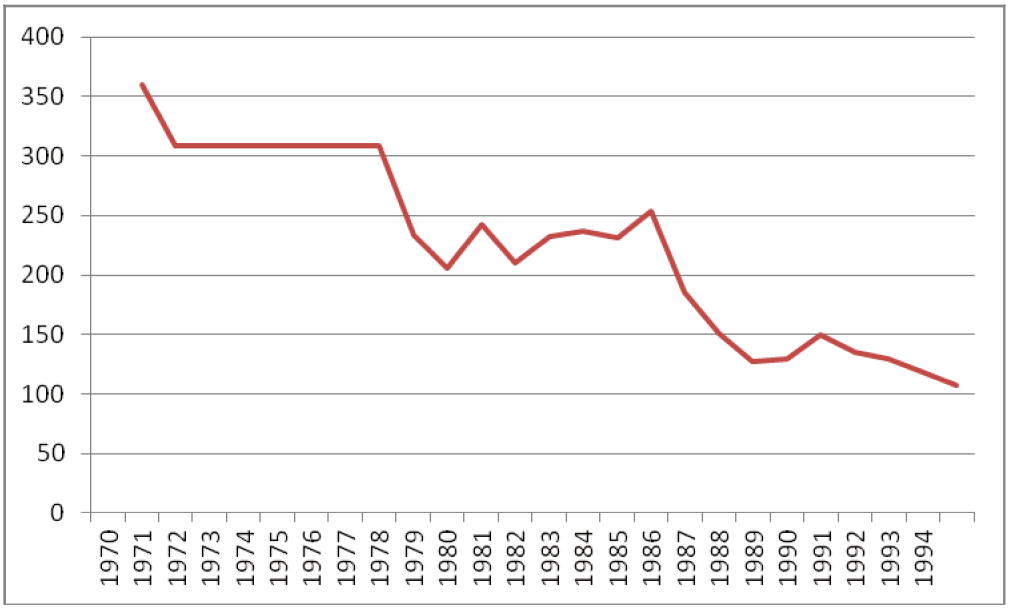
O grande marco da mudança da política externa japonesa, porém, foi a assinatura do Acordo de Plaza em 1985, no qual os principais países capitalistas se comprometiam a auxiliar uma "aterrissagem forçada" do dólar, evitando, assim, que uma queda brusca abalasse os mercados internacionais. Através desse acordo, a moeda estadunidense foi gradualmente desvalorizada, o que atenuaria os déficits comerciais daquele país. Os governos dos demais países também se dispuseram a adotar medidas para estimular os respectivos mercados internos, de modo a estimular as exportações da potência dominante.

A partir do Acordo de Plaza, a moeda japonesa se valorizou, passando de 236,95 ienes por dólar em setembro de 1985 para 175,62 em abril do ano seguinte, muito além do planejado

pelo governo japonês, que passou a pressionar os Estados Unidos para conter o movimento. Embora inicialmente tenha se recusado a intervir no mercado de câmbio, o governo norte-americano terminou acatando a demanda de seus concorrentes, aceitando valorizar o dólar a partir do Acordo do Louvre, em 1987. A moeda japonesa, então, iniciou processo de desvalorização, mas que se manteve por pouco tempo. O gráfico 9 mostra a evolução da taxa de câmbio desde o final de Bretton Woods até meados dos anos 1990, ilustrando os movimentos descritos acima.

Gráfico 9

Taxa de câmbio iene-dólar



Valores em ienes por dólar. Queda no valor significa, portanto, valorização do iene frente ao dólar

Fonte: elaboração própria a partir de dados do STATISTICS BUREAU OF JAPAN

A mudança nas taxas de câmbio não surtiram tantos efeitos no resultado comercial japonês até 1988, quando a demanda interna voltou a se aquecer. A maior abertura da economia, porém, modificou as estratégias dos principais agentes (o governo, as empresas, os bancos e as famílias), como se verá a seguir.

3.2.3. Impactos sobre a dívida pública

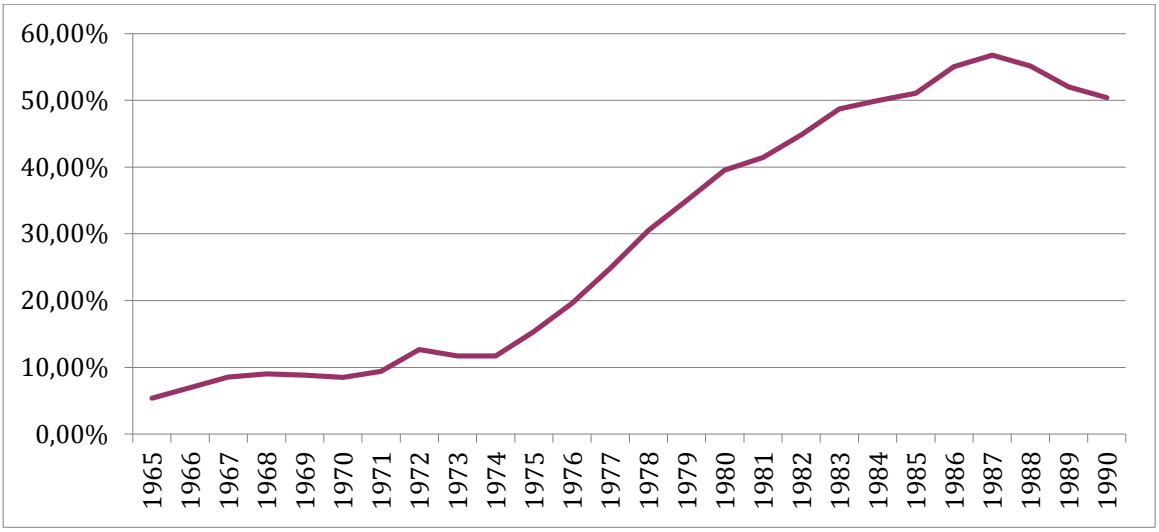
A desaceleração da economia decorrente dos impactos do primeiro choque do petróleo elevou as despesas do governo, devido aos mecanismos estabilizadores, como seguro-desemprego, ao mesmo tempo em que o menor dinamismo na produção e na renda reduziu as receitas. Acentuou-se, então, o movimento iniciado durante os anos 1960, de crescimento nas emissões de títulos de dívida, o que obrigou o governo a modificar o até então incipiente mercado para estes ativos.

Durante o período de elevado crescimento das décadas anteriores, os títulos públicos eram adquiridos compulsoriamente pelos City Banks e pelas grandes seguradoras, através de negociações em que a autoridade monetária definia a quantidade a ser alocada para cada instituição, de acordo com o tamanho de seu ativo. Os compradores eram impedidos de comercializar os papéis, que eram readquiridos pelo setor público após um ano, pelo valor de face, não havendo, desta forma, mercado secundário para esses ativos. Esse arranjo era possível em função do baixo volume da dívida pública e dos elevados lucros das instituições bancárias, obtidos principalmente com as operações de crédito com as grandes empresas, o que permitia a manutenção dos papéis em seus ativos sem causar grandes impactos em sua rentabilidade (LEVI, 1996).

O crescimento do montante da dívida pública ao longo das décadas de 1970 e 1980 (ver gráfico 10) inviabilizou a continuidade desse arranjo, pois pressionaria os lucros dos compradores compulsórios, que precisariam comprometer maiores volumes de recursos nessas operações. Inicialmente, foram adotadas medidas de menor alcance, como o reconhecimento oficial do mercado Gensaki. Nesse mercado, as instituições bancárias e as seguradoras ofereciam operações lastreadas em títulos públicos, tendo como grandes clientes empresas que desejavam aplicar sobras de caixa. Era um mercado que existia informalmente desde os anos 1960, cujas operações passaram a ser autorizadas oficialmente com as novas diretrizes, ampliando a quantidade de agentes envolvidos nessas transações. O movimento ascendente de emissões, entretanto, obrigou o governo a adotar medidas mais profundas, estimulando o desenvolvimento de mercados secundários (LEVI, 1996).

Gráfico 10

Dívida pública mobiliária do governo central japonês em relação ao PIB



Fonte: elaboração própria a partir de dados do STATISTICS BUREAU OF JAPAN

Ciente de que os bancos e as seguradoras não tinham mais condições de adquirir sozinhos os títulos emitidos, foi organizada a realização de leilões, permitindo a entrada de outros agentes no mercado, como pessoas físicas, fundos de investimentos e o *Trust Fund Bureau*, que administrava o sistema de Poupança Postal. Essa iniciativa elevou a liquidez dos papéis, oferecendo a outros agentes (como famílias, empresas e outras instituições não-financeiras) novas formas de aplicação de recursos além dos depósitos bancários, e abrindo precedentes para a desregulação de outros segmentos do mercado de capitais, movimento descrito a seguir (LEVI, 1996).

3.3. A formação da bolha especulativa

Durante os anos 1980, a economia japonesa aprofundou as mudanças que começaram a ocorrer a partir do primeiro choque do petróleo e que modificaram a estratégia dos principais agentes, que agora passaram a operar em um ambiente cada vez mais desregulado, que fornecia novas possibilidades de aplicação de recursos. O bom momento vivido pelo país começou a atrair

a atenção dos investidores estrangeiros, que desejavam direcionar seu capital para os ativos japoneses, mas se viam limitados pelas restrições impostas pelo governo. Nesse período, os preços dos principais ativos, principalmente ações e imóveis, apresentaram crescimento, movimento que se acelerou na segunda metade da década, quando os efeitos da valorização da moeda já haviam sido assimilados. A seguir, descreve-se o comportamento das empresas, bancos e famílias no novo ambiente, que, juntamente com a política monetária frouxa definida pelo governo, levaram à formação de uma bolha especulativa a partir de 1987.

3.3.1. O comportamento das empresas

A desaceleração do ritmo de crescimento da economia após o primeiro choque do petróleo atingiu principalmente a indústria, afetando também os investimentos e retirando o dinamismo existente no período de elevado crescimento. Por consequência, as empresas passaram a demandar menos recursos junto às instituições bancárias e a operar com sobras de caixa, tanto decorrentes do menor montante das inversões quanto da redução da obrigatoriedade de manterem depósitos de reciprocidade nos bancos, tendo em vista o menor volume de crédito. As corporações passaram, então, a pressionar o governo para desregular o mercado de capitais, para que pudessem diversificar suas aplicações financeiras e, quando necessário, tomar empréstimos a taxas mais favoráveis que o crédito bancário (LEVI,1996).

Até o início da década de 1980, todas as emissões de títulos por parte das empresas japonesas necessitavam de autorização do governo japonês, que também determinava seus termos, como prazo e taxa de juros, inclusive estabelecendo rentabilidade em patamar inferior às taxas dos papéis já existentes, de modo a desestimular as emissões. Havia ainda a necessidade de fornecer determinados montantes de outros ativos como garantias, exigência que restringia o acesso a estes instrumentos às grandes empresas. Mesmo estes agentes enfrentavam dificuldades, pois o mercado não era acessível ao público em geral e os papéis terminavam sendo adquiridos pelos *City Banks*, que tratavam a operação como um tipo de crédito bancário, exigindo reciprocidade na forma de depósitos (LEVI, 1998).

O cenário começou a se alterar no início da década de 1980, quando as empresas passaram a desfrutar de novas alternativas de tomada de recursos, atuando diretamente junto aos mercados de capitais interno e externo. Em ambos os casos, as exigências para emissão de títulos e ações foram eliminadas: no plano internacional, a antiga necessidade de aprovação por parte do governo foi substituída por critérios objetivos, como o capital da empresa emissora e a classificação de risco dos papéis; no âmbito doméstico, reduziu-se o capital mínimo da empresa e ampliou-se o limite de emissões (e, com ele, o valor passível de captação), chegando-se inclusive a dispensar a apresentação de garantias. Alguns mercados, como o de títulos privados de renda fixa, permaneceram mais restritos, em função de serem utilizados para o financiamento de empresas públicas, como as de energia elétrica. Outros, como o de títulos conversíveis (com a opção de serem convertidos em ações), foram mais desregulados. A desregulação do mercado doméstico, entretanto, foi bem inferior à praticada em relação aos mercados externos, de modo a complementar a diretriz do governo japonês de ampliar o acesso das empresas e bancos do país no mercado internacional (LEVI, 1996).

Com a diversificação do leque de possibilidades de financiamento, as empresas reduziram sua dependência em relação aos empréstimos bancários e passaram a se utilizar mais dos mercados de capitais internos e externos, em especial as operações ligadas à emissão de ações (ver Tabela 18). Uma das razões era o menor custo dessas operações, já que nos empréstimos bancários era preciso depositar parte do valor no banco como contrapartida. Destaca-se, ainda, a maior participação dos recursos internos, cuja participação se reduziu apenas em 1987, quando a economia já se recuperava dos efeitos da valorização da moeda após o Acordo de Plaza (TORRES FILHO, 1997).

Tabela 18

Fontes de financiamento das empresas (em % do total)

Fonte de recursos	1978-82	1983	1984	1985	1986	1987
Internos	48,9	46,0	58,2	59,1	82,6	63,3
Externos	51,0	54,0	41,8	40,9	17,4	36,7
Empréstimos	18,0	20,3	0,6	32,8	16,8	-11,3
Bônus	1,2	4,4	5,8	6,7	13,6	8,7
Ações	6,9	6,6	8,4	10,5	9,8	14,7
Créditos comerciais	14,1	17,9	14,0	-1,2	-22,8	8,9
Outros	10,8	4,8	12,8	4,3	0,0	15,6

Fonte: LEVI (1998)

Além de modificar sua estrutura de passivos, as empresas também alteraram o lado ativo de seus balanços, reduzindo a participação do investimento (dada a queda das oportunidades devido à redução do ritmo de crescimento da economia e o aumento dos custos em alguns setores, por conta da elevação do preço do petróleo na década anterior) em favor da busca por lucros não operacionais, tomando recursos acima do volume necessário para a atividade produtiva (LEVI, 1998).

Essas alterações levaram ao surgimento do *zaitech*, neologismo com a palavra *zai*, que em japonês significa dinheiro, e a inglesa *tech*, que faz referência à tecnologia, para descrever a maior importância adquirida pelas operações financeiras especulativas conduzidas por empresas não financeiras, em detrimento da atividade produtiva, relegada a segundo plano. Apesar de muitos executivos negarem o engajamento de suas empresas nestas novas práticas, a maior parte das grandes corporações do país passou a direcionar parcela de recursos para atividades que não a produtiva, com destaque para o mercado de capitais, por meio de operações especulativas, em que os ativos eram adquiridos com o intuito de serem revendidos após a valorização de seus preços. Os lucros não operacionais, ou seja, que não possuíam relação direta com a atividade produtiva, ganharam importância, obtidos principalmente com aplicações nos mercados financeiros (ver Tabela 19 e Gráfico 11). O governo japonês permitia esta nova estratégia de forma a fornecer meios de compensação pelas perdas referentes à valorização da moeda japonesa, ocorrida após o Acordo de Plaza (TORRES FILHO, 1997).

Tabela 19

Lucros pré-impostos em 1986

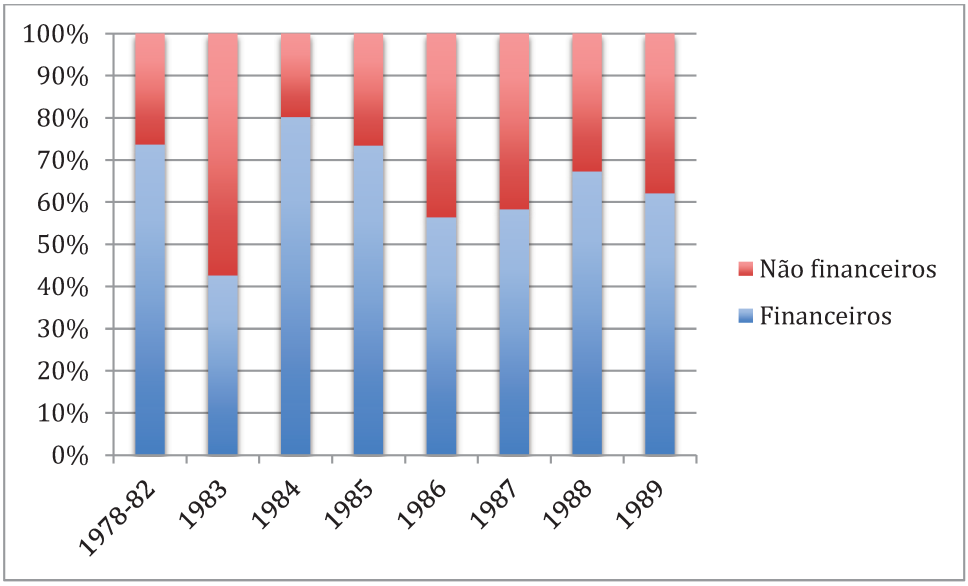
Empresa	Lucros (em trilhões de ienes)	Proporção de lucros não operacionais em relação ao total (%)
Toyota	99,0	45,5
Matsushita	58,1	55,7
Nissan	53,4	151,1*
Sharp	18,2	74,6
Sony	17,2	56,9

* O valor superior a 100% indica que a empresa teve prejuízos operacionais

Fonte: TORRES FILHO (1997)

Gráfico 11

Uso de recursos das empresas



Fonte: Elaboração própria a partir de dados de LEVI (1998)

Dentre as operações mais lucrativas estavam as associadas à tomada de recursos no euromercado para aplicá-los em ações ou fundos de investimentos dentro do Japão, principalmente os chamados *tokkin funds*, que ofereciam vantagens fiscais: enquanto as demais aplicações eram contabilizadas a preço de aquisição, o que levava a lucros mais altos (e impostos maiores) quando eram vendidas, esses fundos as contabilizavam pelo preço de mercado, geralmente em patamar menor, o que reduzia a tributação. A identidade das empresas era mantida em sigilo, pois o fundo operava sob nome de um banco de negócios (LEVI, 1998). Outra fonte de lucros era justamente a variação cambial, já que a valorização da moeda japonesa levava ao pagamento (da dívida assumida em dólares) de valor inferior ao montante tomado, quando convertido em ienes, terminando por gerar ganhos meramente pela captação dos recursos. O diferencial de taxas de juros também estimulava essas operações (TORRES FILHO, 1997).

Não se pode inferir deste movimento, porém, que as atividades produtivas foram abandonadas. Neste período, o país consolidou sua posição de líder em setores de fronteira, como o de eletrônicos e o automobilístico, principalmente através do deslocamento de parte da produção para outros países asiáticos, levando à formação de grandes redes de comércio que impulsionaram o desenvolvimento de vários países da região, como Coréia e Cingapura (MEDEIROS, 1997).

Com o intuito de compensar os efeitos da valorização cambial, que impactaram negativamente as exportações, as empresas japonesas passaram a exportar capital, através da abertura de filiais e do estabelecimento de *joint-ventures* em outros países da Ásia, visando não apenas conquistar os mercados locais, mas principalmente se utilizar desses países (e de suas moedas desvalorizadas, já que não estavam incluídas no Acordo de Plaza) como plataforma de exportação para os Estados Unidos e para a Europa, em especial aqueles países que haviam imposto restrições à importação de produtos japoneses, além de ampliar as próprias vendas japonesas para os países receptores dessas indústrias (ver Tabela 20). A indústria eletrônica fornece uma ilustração da divisão de tarefas dentro da rede de comércio estabelecida entre Cingapura (informática e telecomunicações), Malásia (semicondutores), Tailândia (equipamentos de informática) e Filipinas (componentes). Quando os Estados Unidos passaram a impor restrições às importações do chamado ASEAN-4 (Cingapura, Tailândia, Hong-Kong e Coréia), eles começaram a implantar as mesmas práticas adotadas anteriormente pelo Japão, estimulando o desenvolvimento de mais países da região, como a China (MEDEIROS, 1997).

Tabela 20

Fluxos bilaterais de comércio

	Ano	América do Norte	Europa Ocidental	Japão	Tigres*	ASEAN 4**	China
ASEAN 4	1980	9.000	6.733	16.245	8.007	1.499	385
	1985	9.426	5.856	14.130	9.195	2.065	596
	1990	17.474	14.890	21.143	18.691	3.595	1.781
Japão	1980	34.085	21.456	-	19.117	9.112	5.078
	1985	70.631	25.324	-	22.561	7.316	12.479
	1990	97.618	63.211	-	56.498	22.175	6.129
	1995	124.616	65.628	-	93.181	40.521	18.693
Tigres*	1980	19.706	13.596	7.221	6.355	6.291	624
	1985	40.730	13.555	10.731	8.536	7.006	2.274
	1990	65.404	38.471	27.011	27.838	19.764	6.895

*Coréia, Formosa, Cingapura e Hong-Kong
** Tailândia, Indonésia, Malásia e Filipinas
Fonte: MEDEIROS (1997)

As mudanças adotadas pelas empresas japonesas ao longo dos anos 1980 aproximaram o modelo japonês de desenvolvimento ao norte-americano, principalmente no que diz respeito à relação com as instituições bancárias (CANUTO, 1999). Porém, outros aspectos devem ser

destacados, como a terceirização das atividades produtivas menos lucrativas, deslocadas para outros países, concentrando no Japão apenas os setores mais rentáveis e desenvolvidos tecnologicamente (MEDEIROS, 1997). A convergência entre as duas realidades prosseguiu ao longo da década de 1990, levando ao surgimento de dois grupos: as empresas que adotaram práticas mais próximas de suas concorrentes norte-americanas e as que mantiveram o modelo japonês original de forma mais intensa. A disparidade entre os resultados mostra que se tornou cada vez mais clara a "americanização" das corporações japonesas, como defende Canuto (1999).

Como visto, as mudanças na economia japonesa ao longo da década de 1980, oriundas tanto do novo contexto internacional quanto da pressão dos agentes domésticos, alteraram a estratégia das grandes empresas do país, que passaram a assumir posições mais arriscadas. Este movimento manifestou-se em duas frentes: pelo lado do passivo, ocorreu o aumento da alavancagem e a redução das operações decorrentes dos empréstimos bancários; em relação ao ativo, elevou-se a incerteza em relação aos fluxos futuros de caixa.

Durante as décadas anteriores, as empresas operaram fortemente alavancadas, mas as especificidades de sua principal modalidade de financiamento, e o auxílio oferecido pelo *main bank* em momentos de crise, reduziam sua fragilidade, fortalecendo sua posição frente aos demais agentes (TORRES FILHO, 1997). O aumento da participação das finanças securitizadas mitigou o papel da instituição bancária, embora as autoridades econômicas ainda confiassem ao *main bank* o papel de supervisão das atividades da empresa.

Do lado do ativo, as empresas aumentaram a busca por lucros não operacionais. Embora o fluxo de caixa tenha crescido durante o período de aceleração dos preços dos ativos na segunda metade dos anos 1980, este tipo de aplicação possui maior volatilidade que a encontrada no mercado de bens, podendo o movimento se reverter a qualquer momento, sem qualquer relação com os chamados "fundamentos" (COUTINHO e BELLUZZO, 1996). Essa pressão sobre os fluxos de caixa não ficou evidente durante o período de formação da bolha especulativa, pois os lucros não operacionais mascararam a fragilidade das novas aplicações, mas quando houve a crise ficaram bastante visíveis. A combinação desses fatores fez com que as empresas enfrentassem dificuldades ao longo dos anos 1990, com elevados níveis de endividamento e reduzidos fluxos de caixa, necessitando praticamente da década inteira para restabelecer sua condição financeira.

Dentre os três principais grupos de agentes na economia japonesa, contudo, o setor empresarial foi o menos atingido pela crise, em parte por ter adotado posturas menos arriscadas que os demais durante os anos 1980 (CHOW e FOSTER, 2010). Embora as operações não produtivas tenham adquirido importância, seu ativo permaneceu concentrado nos ativos fixos e de mais longo prazo, e mesmo durante o período da bolha especulativa novos investimentos foram estimulados, movimento influenciado pela elevação dos preços dos ativos, que permitiram o aumento da aquisição de máquinas e equipamentos. Não se pode afirmar, porém, que as empresas não participaram da formação da bolha.

Como pode ser observado na tabela 21, a participação das ações no total do ativo das empresas cresceu durante a década de 1980, apresentando queda a partir de 1990, refletindo o impacto nos preços. Esse aumento se refletiu na queda da relação entre ativos tangíveis e financeiros (títulos e ações), como mostra o Gráfico 12. Entretanto, esse movimento se reverte logo após o estouro da bolha, em virtude da queda do valor das ações, do pequeno aumento da proporção de moeda e depósitos e do crescimento dos ativos tangíveis, refletindo as decisões de investimentos realizadas durante o período de forte crescimento no final dos anos 1980.

Do lado do passivo, as empresas continuaram reduzindo sua dependência em relação aos empréstimos bancários até o estouro da bolha, quando os impactos no valor das ações deterioraram sua posição. Como contrapartida, o pagamento de dividendos se manteve mais elevado nos anos 1990 que na década anterior, enquanto o desembolso com juros também aumentou no período da bolha, reduzindo-se na segunda metade da década (o gráfico 13 mostra esses movimentos). Essa redução foi causada pela postura que as corporações adotaram no período, optando por diminuir o volume das dívidas, bem como pela elevação da capacidade ociosa.

Como pode ser observado no Gráfico 14, a capacidade produtiva e a produção industrial tiveram movimento ascendente até o início dos anos 1990, mas os impactos do estouro da bolha sobre a demanda levaram à redução da produção a partir de 1991, com pequeno crescimento entre 1994 e 1996 (momento em que a economia também apresentou sinais de recuperação) e nova queda na crise bancária de 1997. A capacidade instalada, por sua vez, fica praticamente estagnada entre 1993 e o final da década. Esse processo revela a postura defensiva adotada durante a crise, em que as empresas preferiram reduzir suas atividades no intuito de diminuir também seu endividamento, movimento agravado pelo momento ruim vivido pelos mercados

financeiros, em que as ações e títulos perderam valor, e os bancos limitaram o volume de empréstimos para fazer frente aos problemas causados pela ampliação da inadimplência.

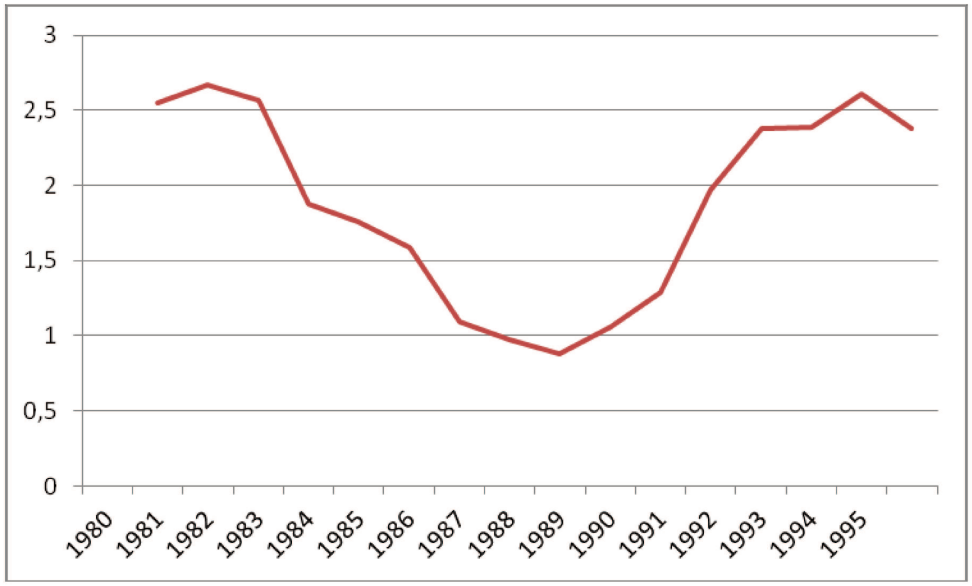
Tabela 21
Participação no total do ativo das empresas – ativos selecionados

Ano	Depósitos e moedas	Títulos	Ações
1980	39,10	3,56	13,59
1981	40,09	4,18	12,79
1982	40,98	4,43	13,71
1983	38,32	4,54	18,19
1984	37,65	4,61	19,53
1985	37,56	4,45	23,72
1986	32,8	3,88	31,74
1987	31,63	2,94	35,52
1988	30,37	3,54	36,39
1989	33,01	3,24	32,65
1990	32,47	3,69	28,28
1991	34,85	3,87	21,6
1992	35,72	3,96	20,84
1993	34,95	3,9	21,74
1994	35,01	4,56	20,39

Fonte: STATISTICS BUREAU OF JAPAN

Gráfico 12

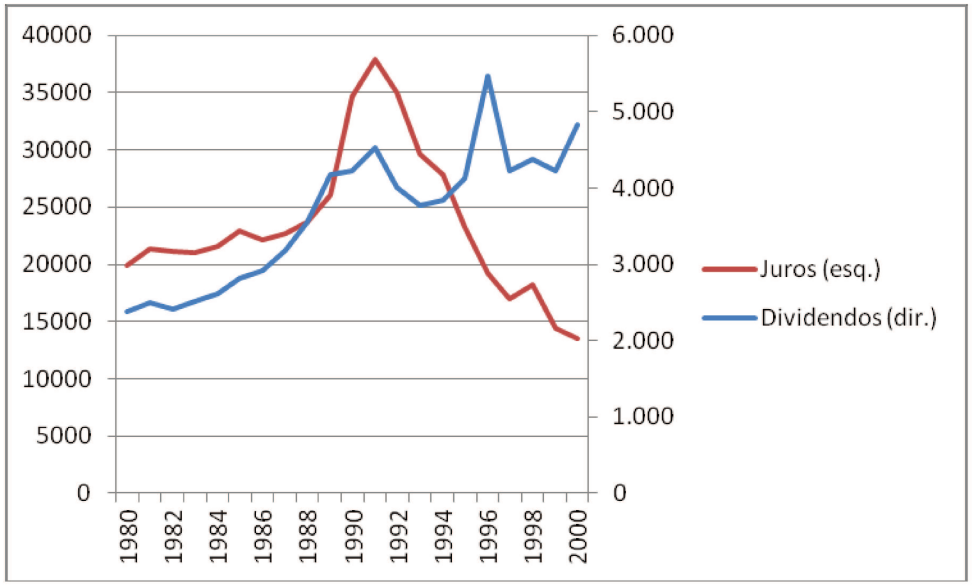
Relação ativos tangíveis/ativos financeiros das empresas japonesas



Fonte: elaboração própria a partir de dados do STATISTICS BUREAU OF JAPAN

Gráfico 13

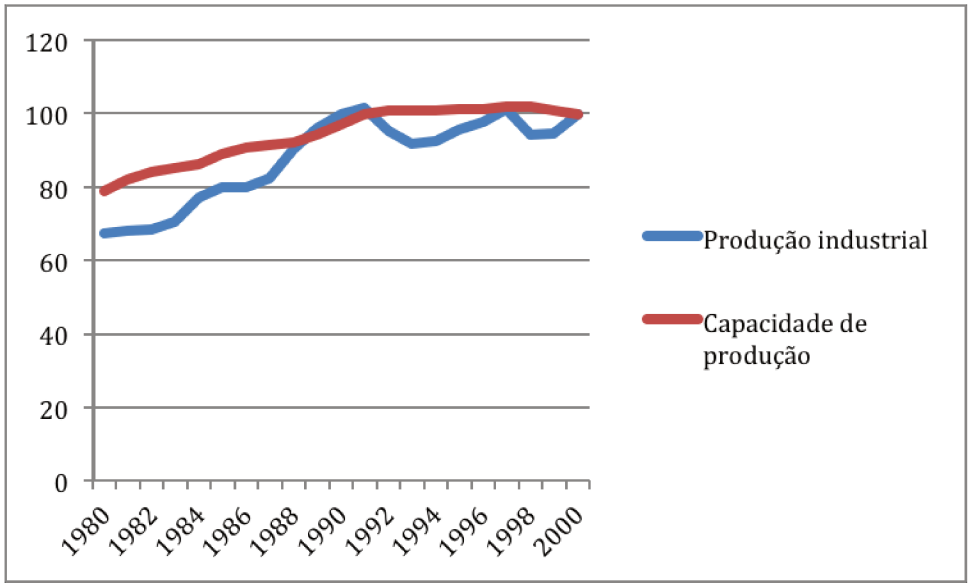
Pagamento de juros e dividendos – em bilhões de ienes



Fonte: elaboração própria a partir de dados do STATISTICS BUREAU OF JAPAN

Gráfico 14

Capacidade produtiva e produção industrial – 2000 = 100



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do STATISTICS BUREAU OF JAPAN

O comportamento das empresas a partir da desregulação do mercado de capitais nos anos 1970 é compatível com a teoria minskyana descrita no primeiro capítulo. No ambiente regulado do período de elevado crescimento, nos anos 1950 a 1970, entre as corporações japonesas predominava a postura hedge, e mesmo na implantação dos grandes projetos de investimento, quando recorriam a recursos externos, os bancos disponibilizavam recursos praticamente garantidos para eventuais refinanciamentos. A partir da desregulação dos anos 1970, porém, quando os lucros da esfera produtiva se reduzem, as empresas passam a buscar fontes alternativas de rentabilidade, direcionando parte de seus recursos para a aquisição de ativos financeiros, Esse movimento é semelhante ao descrito por Minsky (1986), pois a busca por maiores lucros implicou a deterioração da posição desses agentes, que passaram a adotar posturas especulativas e até Ponzi, ao mesmo tempo em que a necessidade de refinanciamento era menos garantida, tendo em vista que a menor participação do crédito bancário em seu passivo.

Embora o movimento seja semelhante, o caso japonês apresentou algumas diferenças em relação à crise estadunidense dos anos 1970 que serviu de base para a teoria minskyana. A maior participação de ativos financeiros na carteira das empresas japonesas foi um dos principais determinantes na formação da bolha especulativa, movimento que não tinha tanto destaque na análise minskyana. Desta forma, os impactos da aceleração dos preços destes ativos, bem como

de sua queda, também não estão presentes naquela análise, embora as consequências do segundo movimento (como desalavancagem ou inadimplência dos pagamentos) tenham sido destacados por Minsky.

Como as empresas eram os clientes cativos dos bancos japoneses, as mudanças descritas nesta seção atingiram diretamente esses agentes financeiros, que também foram obrigados a se adaptar ao novo cenário, conforme descrito no próximo tópico.

3.3.2. O comportamento dos bancos

No período de elevado crescimento, os bancos desfrutaram de posição privilegiada no modelo de desenvolvimento colocado em prática pelo governo japonês, estando no centro das operações de redesconto que forneciam os recursos necessários para que as empresas implementassem os projetos de investimentos definidos pelo setor público como prioritários para a recuperação do país (ver capítulo 2). Apesar disso, severas restrições foram impostas às operações bancárias, dentre elas a definição de tetos de taxas de juros nas captações e a imposição de rígidos limites às aplicações em mercados de capitais e às operações em mercados externos, que poderiam prejudicar as políticas do governo. Entretanto, como as empresas dependiam do crédito bancário, e depositavam recursos de forma recíproca em contrapartida, a rentabilidade das instituições bancárias não foi comprometida por essas restrições.

As mudanças ocorridas a partir da desaceleração da atividade industrial nos anos 1970 modificaram a estratégia dos bancos, pois as empresas passaram a demandar menos recursos e, portanto, efetuar menores depósitos. De modo a não comprometer a saúde financeira do setor bancário, o governo passou a flexibilizar gradualmente as restrições impostas, permitindo o acesso aos mercados externos e retirando os limites de taxas de juros. Esse movimento intensificou a concorrência bancária, o que permitiu, entre outras mudanças, o desenvolvimento de inovações financeiras, embora os novos mecanismos precisassem de autorização das autoridades econômicas para serem implantadas, tendo em vista que no Japão predominava o direito normativo, ao contrário de outros países como os Estados Unidos, regidos pelo direito comum, como mostra Prates (2002):

> Enquanto nos Estados Unidos e na Inglaterra, países com sistemas financeiros baseados, historicamente, no mercado de capital, esses limites são muito mais frouxos, devido ao sistema jurídico baseado nas regras do direito comum, de acordo com o qual "tudo que não é proibido é autorizado", nos países europeus e no Japão, com sistemas baseados seja no mercado de crédito com forte presença estatal, seja no crédito das instituições financeiras privadas, predomina o direito normativo, que codifica num vasto conjunto de normas e regras "tudo que é permitido" (p. 86).

O desenvolvimento das inovações financeiras por parte dos bancos japoneses, porém, foi diferente do analisado por Minsky (1957), pois ocorreu na fase de baixa do ciclo econômico, ao contrário do previsto por aquele autor. Elas foram importantes no momento em que as empresas reduziram sua demanda pelo crédito bancário e os bancos precisaram buscar outras fontes de lucratividade, bem como diversificar os instrumentos de capacitação, pois haviam perdido também os depósitos de contrapartida por parte das empresas. Para ajudar a posição dos bancos, o governo também atuou no sentido de retirar várias restrições existentes nas décadas anteriores, dentre elas os limites para as taxas de juros.

Até o início dos anos 1980, o governo japonês havia imposto um teto para as taxas de juros ativas e passivas, com base na taxa de redesconto do banco do Japão, o que, direta ou indiretamente, influenciava na rentabilidade de praticamente todos os ativos, incluindo os instrumentos de captação do setor bancário. O objetivo desta medida era reduzir o custo financeiro das empresas, ao mesmo tempo em que protegia as instituições bancárias da concorrência por depósitos, principalmente as de menor porte. Quando as condições do setor se alteraram, devido às decisões tomadas pelas grandes empresas, era necessário fornecer aos bancos novas possibilidades de captação de recursos junto ao público, bem como de aplicações para seu próprio capital, de modo a não impactar sua rentabilidade. A partir desta lógica, foi permitido aos bancos o acesso a outros mercados, como, por exemplo, o Gensaki, já utilizado de forma informal desde os anos 1960. Foram criados também em 1985 os certificados de *money market*, aplicações financeiras com prazos entre um mês e um ano e juros livres (LEVI, 1998).

As mudanças adotadas em relação ao mercado de títulos públicos acabaram resultando no abandono da política de teto de taxas de juros, como ressalta CANUTO (1999):

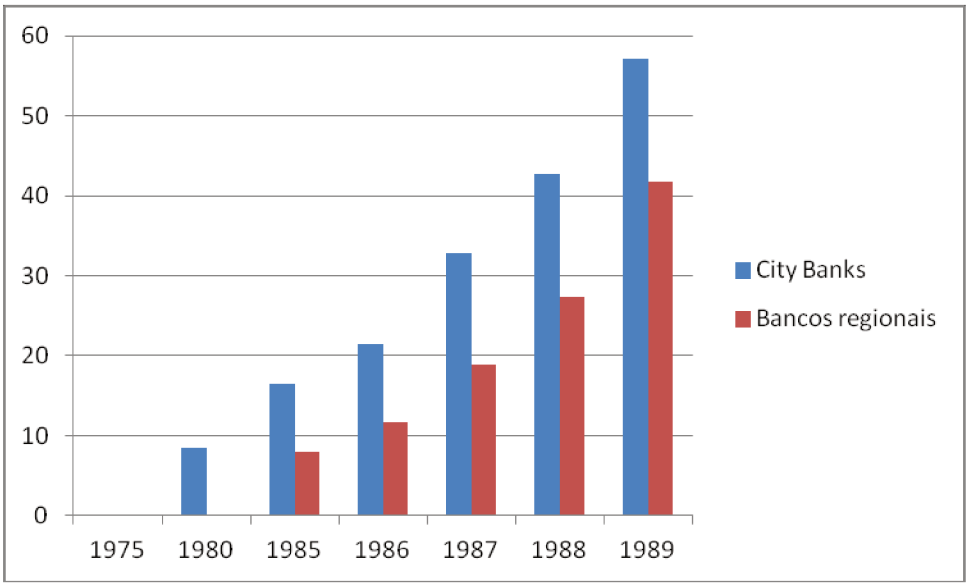
> A emergência desse mercado secundário reduziu a eficácia dos controles de taxas de juros. A negociação dos títulos, a preço de mercado, sufocou as aplicações com rentabilidade artificialmente reprimida, o que acabou levando à liberalização de taxas de juros em vários mercados (no mercado de empréstimos interbancários, nas operações de

> venda com recompra de títulos de dívida, etc.). Ao final dos anos 80, com exceção das taxas de depósito bancário, todas as taxas de juros estavam plenamente liberalizadas (p. 6).

Diante das mudanças ocorridas no relacionamento entre os bancos e as empresas desde os anos 1970, havia a necessidade de fortalecer a posição dos bancos, permitindo-lhes maior concorrência nas captações de recursos. O abandono do teto de juros nestes instrumentos foi a política adotada para atingir este objetivo, bem como a desregulação do mercado de capitais, que fornecia aos bancos novas possibilidades de aplicação e ampliava o leque de operações que podiam ser financiadas com o crédito bancário. Em 1979, as instituições bancárias foram autorizadas a emitir certificados de depósitos negociáveis sem limite de taxas de juros, e seis anos depois este benefício foi estendido a aplicações a prazo de grandes valores, movimento que se refletiu na proporção dos depósitos sem limites de juros, (ver Gráfico 15). Estas mudanças foram importantes para mostrar que a taxa de juros básica para empréstimos "deixou de estar vinculada às taxas oficiais de redesconto e passou a ser referenciada ao custo do passivo dos bancos." (LEVI, 1998: p. 309).

Gráfico 15

Proporção entre os depósitos a juros livres e o total de depósitos



Fonte: elaboração própria a partir de dados de TORRES FILHO (1997)

Além das mudanças verificadas no passivo dessas instituições, o novo ambiente econômico provocou também alterações em seu ativo. Durante as décadas anteriores, os bancos haviam direcionado a maior parte de suas operações para o crédito à atividade produtiva, mas desde o choque do petróleo a demanda por crédito havia se reduzido, deixando parte dos recursos livres para outras aplicações. Os bancos que operavam em mercados internacionais ampliaram a aquisição de ativos estrangeiros, ao mesmo tempo em que tomavam recursos em outras moedas e os repassavam para empresas que não possuíam acesso direto a esses mercados (CANUTO, 1999). A tabela 22 mostra a maior exposição dos bancos em relação aos ativos e passivos denominados em dólar.

Tabela 22

Ativos e passivos de curto prazo dos bancos autorizados a operar com moeda estrangeira - em milhões de dólares

Ano	Ativo			Passivo		
	Em moeda estrangeira	Em ienes	Total	Em moeda estrangeira	Em ienes	Total
1975	11.929	1.018	12.947	24.948	1.470	26.418
1980	40.524	4.634	45.158	67.840	10.134	77.974
1985	77.945	21.774	99.719	121.988	38.996	160.984
1986	131.126	63.587	194.713	243.444	78.719	322.163
1987	162.643	157.528	320.171	349.452	180.620	530.072
1988	259.881	242.375	502.256	500.506	264.659	765.165
1989	319.383	308.463	627.846	576.291	318.388	894.679

Fonte: LEVI (1998)

Ainda no que se refere à sua atuação nos mercados estrangeiros, os bancos japoneses estiveram associados à onda de fusões e aquisições de empresas norte-americanas ocorrida nos anos 1980, financiando a compra de ativos nestas operações, figurando entre os mais importantes nos principais rankings do planeta. Este crescimento, porém, esteve associado à disposição em aceitar margens de lucros menores, na busca por maiores fatias de mercado, o que reduzia a margem de manobra destas instituições para a realização de outras operações. Essa tática era possível, em grande parte, pelo custo favorável nas operações domésticas e pelos lucros

decorrentes da valorização do mercado acionário, durante o período da bolha de ativos. Quando ocorre a reversão do crescimento, porém, este setor esteve entre os mais atingidos (LEVI, 1996).

Enquanto no período anterior a indústria manufatureira, que absorvia mais da metade dos empréstimos bancários, e o comércio atacadista, que respondia pela maior parcela do restante, estavam entre os principais clientes das instituições bancárias, na década de 1980 as operações se direcionaram para outros setores, como o financiamento ao consumo e o setor imobiliário, que não contavam com fontes alternativas de recursos, por este motivo aceitando termos que permitiam aos bancos a manutenção de seus níveis de lucros. A Tabela 23 ilustra esse movimento (LEVI, 1998).

Tabela 23

Empréstimos dos *City Banks* por setor

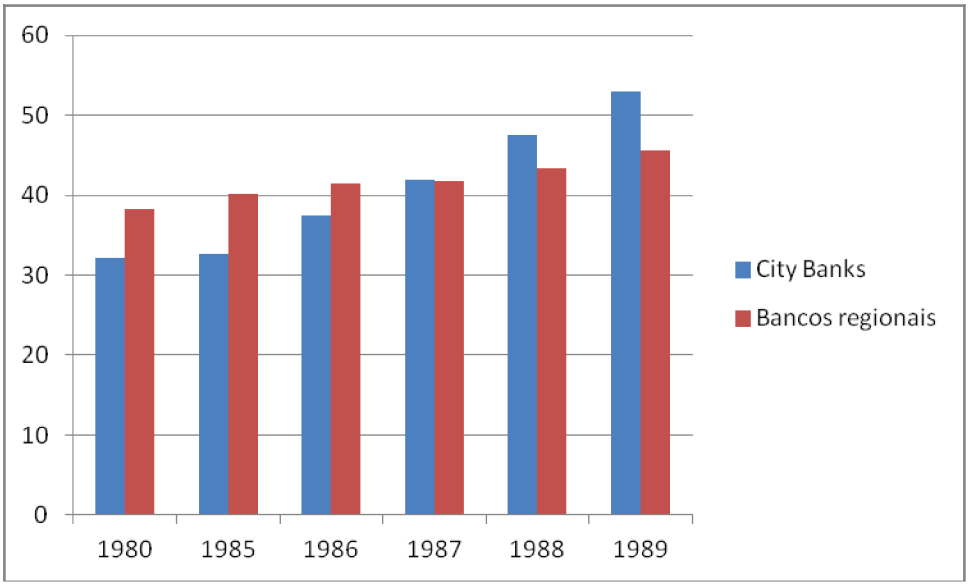
Setor	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Manufatureiro	30,6	29,3	28,1	25,4	21,7	19,7	17,5
Não manufatureiro	56,4	57,6	58,5	60,3	61,9	61,7	61,1
Construção	5,6	5,6	5,7	5,5	5,1	5,0	4,7
Comércio atacadista	20,6	19,9	18,8	17,2	15,9	14,4	13,3
Instituição não bancária	4,9	5,9	6,3	6,9	7,8	7,7	7,6
Setor imobiliário	5,7	6,2	7,2	9,4	10,3	11,2	11,8
Indivíduos	10,2	9,8	9,9	11,1	13,6	15,7	18,5

Fonte: LEVI (1998)

Outra mudança importante na estratégia dos *City Banks* foi a entrada no mercado de empréstimos de prazos mais longos, que até então era restrita a bancos de investimentos regionais (ver Gráfico 16). Entretanto, como estavam impedidos de emitir passivos com a mesma duração, verificou-se um descasamento de prazo que ampliou o risco de suas carteiras. Este tipo de situação já ocorria no período anterior, mas segundo outra lógica: naquela época, a iniciativa estava inserida na política de crédito do governo japonês, que, em última instância, fornecia os recursos que eram emprestados às empresas, e o montante era destinado ao financiamento da atividade produtiva, que apresentava bons resultados; agora, por outro lado, tratava-se de uma estratégia de competição, cuja responsabilidade pela maior assunção de riscos recaia sobre as próprias instituições bancárias (LEVI, 1998).

Gráfico 16

Proporção entre os empréstimos com prazo superior a um ano e o total dos empréstimos



Fonte: Elaboração própria a partir de dados de LEVI (1998)

O comportamento das instituições bancárias ao longo dos anos 1980 pode ser compreendido a partir da análise minskyana, complementada por Kregel (1997): sem o mercado cativo das empresas, elas passaram a buscar novos nichos de mercado para aplicar seus recursos, buscando defender suas margens de lucro. A alternativa encontrada foi fornecer empréstimos para setores menos seguros, que nas décadas anteriores não tinham acesso a crédito. No lado do passivo, verifica-se também a menor segurança nas operações, com a redução da participação dos depósitos, diante das novas possibilidades que a desregulação dos mercados financeiros forneceu às empresas e às famílias. O acesso a mercados externos também elevou a instabilidade dos balanços, devido à volatilidade das taxas de câmbio. Esse movimento foi destacado por Misnky (1986), para quem os banqueiros seguem a lógica capitalista como os demais agentes, ou seja, adotam posições mais arriscadas na busca por maiores rendimentos, deteriorando sua posição. Para tanto, eles administram ativamente tanto seus passivos quanto seus ativos.

O direcionamento dos recursos para outros fins que não a atividade produtiva permitiu que fossem fornecidos empréstimos a segmentos que tinham dificuldades em acessar fontes alternativas de financiamento, como as famílias (principalmente para o consumo) e o mercado imobiliário. A aceleração dos preços dos ativos intensificou esse movimento, pois os agentes que

os possuíam podiam oferecê-los como garantia dos empréstimos, possibilitando a assunção de volume cada vez maior de dívidas a partir do mesmo ativo (efeito riqueza). Quando ocorre a crise, porém, esses ganhos adicionais são eliminados, e os devedores não conseguem arcar com os pagamentos.

Em relação ao financiamento de suas atividades, os bancos também optaram por assumir posições mais arriscadas. Conforme Minsky (1986) também previu, os bancos buscam diversificar seu leque de captação de recursos, de modo a ampliar as possibilidades de financiamento e flexibilizar ao máximo seus pagamentos (administração de passivos) A participação dos depósitos no total do passivo se reduziu, devido às novas alternativas de aplicação das poupanças por parte das famílias, como as ações e os títulos privados (CHOW e FOSTER, 2010). Para compensar esse movimento, os bancos passaram a elevar a tomada de recursos nos mercados de capitais domésticos e internacionais, criando em diversos casos um descasamento de moedas e prazos, assumindo posições cada vez mais especulativas (LEVI, 1998). A Tabela 24 mostra a ampliação do prazo de maturidade dos empréstimos bancários na segunda metade da década de 1980 e ao longo dos anos 1990, o que elevou a fragilidade dos bancos.

Tabela 24

Maturidade dos empréstimos - em % do total

Ano	3 meses ou menos	3 meses a 1 ano	Superior a 1 ano
1985	21,2	33,8	39,0
1986	18,7	32,6	41,6
1987	17,7	28,9	44,7
1988	16,8	25,5	48,0
1989	12,6	23,9	52,7
1990	11,7	19,3	56,4
1991	11,2	19,0	56,4
1992	10,7	20,6	55,3
1993	9,7	21,1	55,9
1994	9,3	21,5	55,6
1995	8,8	19,8	58,2
1996	8,0	19,3	59,0
1997	8,2	18,6	59,2

Fonte: KANAYA e WOO (2000)

Durante a segunda metade da década de 1980, os lucros dos bancos se elevaram, aparentemente chancelando as iniciativas tomadas, como mostra o gráfico 17. Porém, a partir de 1993 se verifica uma profunda queda no desempenho dessas instituições, provocada pela crise. Quando a bolha estourou e os preços dos ativos se deterioraram, muitos tomadores não conseguiram arcar com suas dívidas, deteriorando sua posição de *hedge* para Ponzi e ampliando os problemas enfrentados pelos bancos. Com seu fluxo de rendas comprometidos, eles passaram a adotar posturas defensivas (comportamento pró-cíclico) reduzindo o volume de empréstimos, o que dificultou a recuperação dos demais agentes da economia.

Gráfico 17

Lucros dos bancos – em bilhões de ienes

Fonte: elaboração própria a partir de dados do STATISTICS BUREAU OF JAPAN

As mudanças na estratégia dos bancos teve reflexos diretos no comportamento das famílias, que passaram a ter acesso a maiores volumes de financiamento. Os principais impactos são descritos na próxima seção.

3.3.3. O comportamento das famílias

O comportamento das famílias não foi diretamente analisado por Minsky (1986) na crise estadunidense, tendo em vista que sua participação naquele momento foi secundária, entretanto é possível utilizar a teoria desenvolvida por este autor para mostrar como esses agentes também foram influenciados pelas alterações ocorridas na economia japonesa nos anos 1970 e 1980, contribuindo para a formação da bolha especulativa e, da mesma forma, sendo afetados pelo seu estouro.

Ao contrário do que ocorreu com as empresas, a mudança de comportamento das famílias no período da bolha especulativa é mais evidente. Esse grupo foi o maior beneficiado pelo novo contexto da economia durante os anos 1980, utilizando os recursos disponibilizados pelos bancos para financiar o consumo, em especial a aquisição de bens duráveis, ativos financeiros e imóveis, o que estimulou a produção industrial, mas, ao mesmo tempo, contribuiu para a formação da bolha especulativa que atingiu os mercados imobiliário e acionário.

Durante os anos 1980, o total da poupança financeira apresentou crescimento e mudança de distribuição, com a proporção dos depósitos apresentando queda, compensada pela maior participação das ações (ver gráfico 18). Essa mudança foi importante na aceleração dos preços nesse mercado e teve forte impacto na renda das famílias quando o movimento se reverteu, dificultando o pagamento das dívidas (vários agentes desse grupo também se tornaram Ponzi).

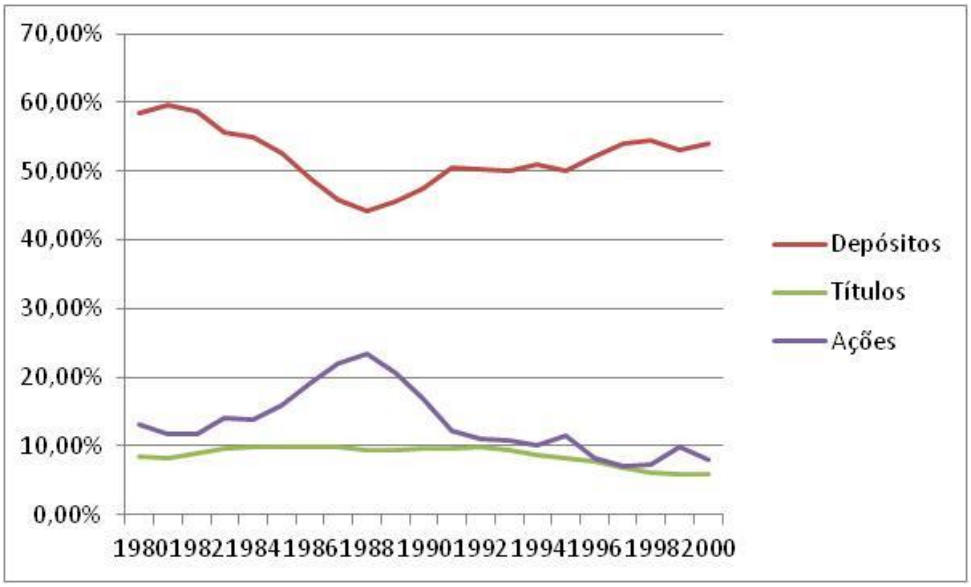
Além dos ativos financeiros, as famílias também se endividaram para a aquisição de imóveis, evidenciada pela elevação da participação dos créditos tomados para este fim no total durante os anos 1980 em relação às décadas anteriores (ver Gráfico 19), o que ajudou a acelerar os preços nesse setor. Os imóveis eram considerados ativos seguros, criando-se inclusive no país o sentimento de que seus preços jamais se desvalorizariam, o que aumentou a surpresa quando a crise atingiu o mercado (TORRES FILHO, 1997).

Durante a segunda metade dos anos 1980, as famílias elevaram o financiamento para o consumo, aproveitando-se da maior disposição dos bancos a emprestar (ver gráfico 20), utilizando-o para aumentar a aquisição de bens duráveis (ver gráfico 21), o que ajudou a impulsionar a produção industrial no período. Os ganhos com os ativos financeiros e com a

valorização dos imóveis também contribuíram para o aumento do consumo e para a ampliação do endividamento, pois os imóveis e as ações eram oferecidos como garantias para os empréstimos.

Gráfico 18

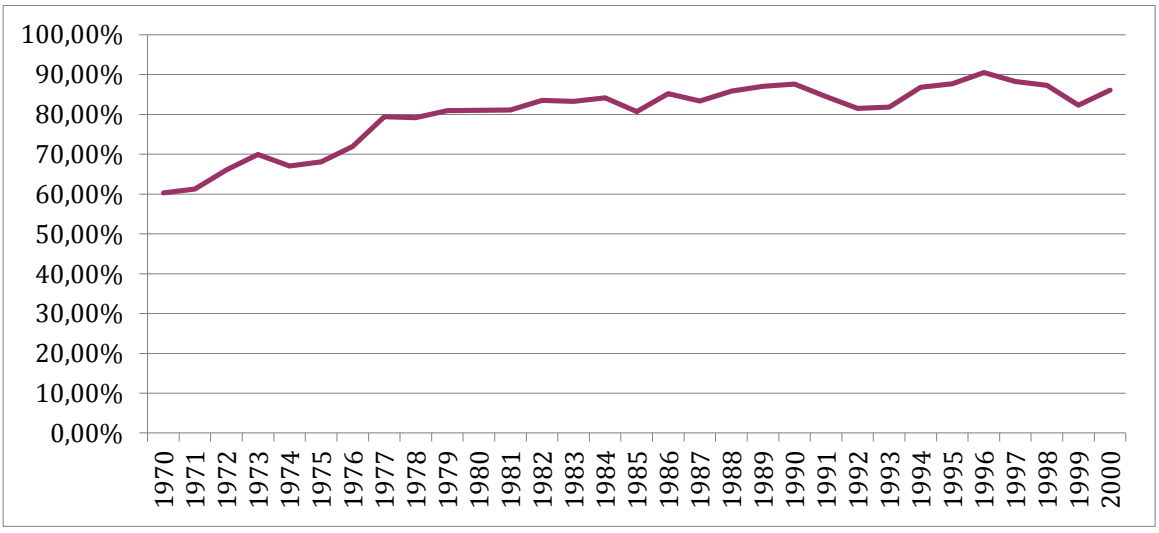
Ativo das famílias – contas selecionadas - em % do total



Fonte: elaboração própria a partir de dados do STATISTICS BUREAU OF JAPAN

Gráfico 19

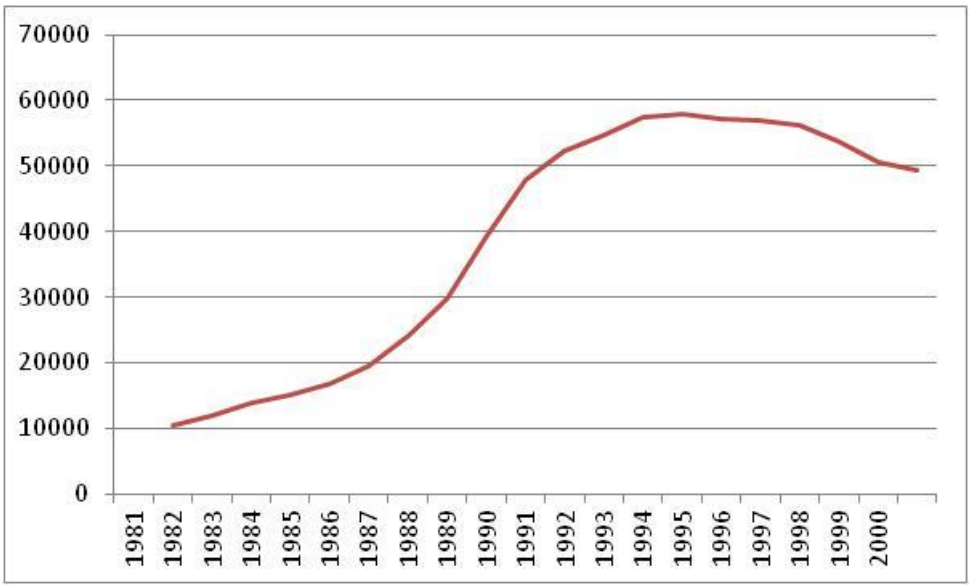
Relação entre crédito imobiliário e o total – em %



Fonte: elaboração própria a partir de dados do STATISTICS BUREAU OF JAPAN

Gráfico 20

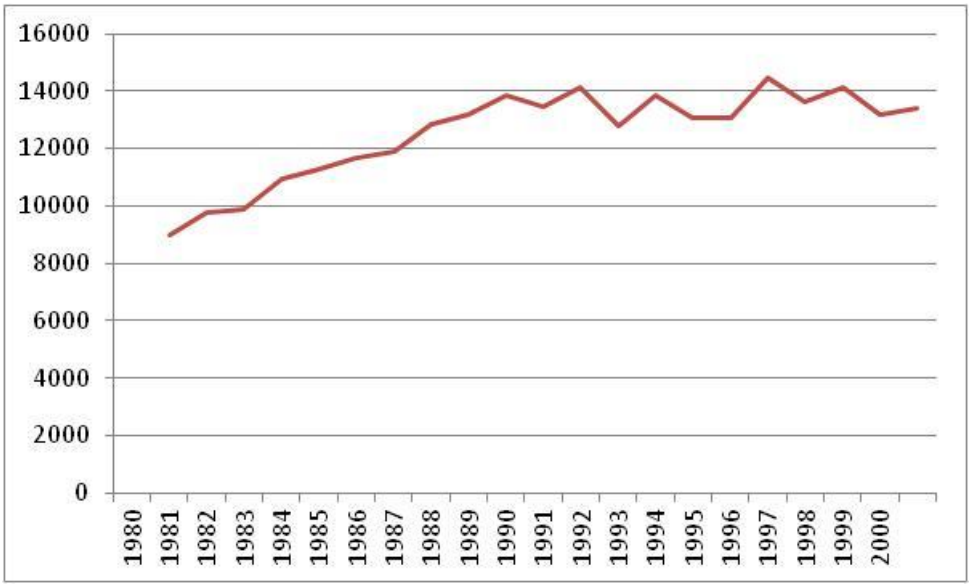
Financiamento para o consumo - em bilhões de ienes



Fonte: elaboração própria a partir de dados do STATISTICS BUREAU OF JAPAN

Gráfico 21

Gasto médio mensal com bens duráveis - em ienes



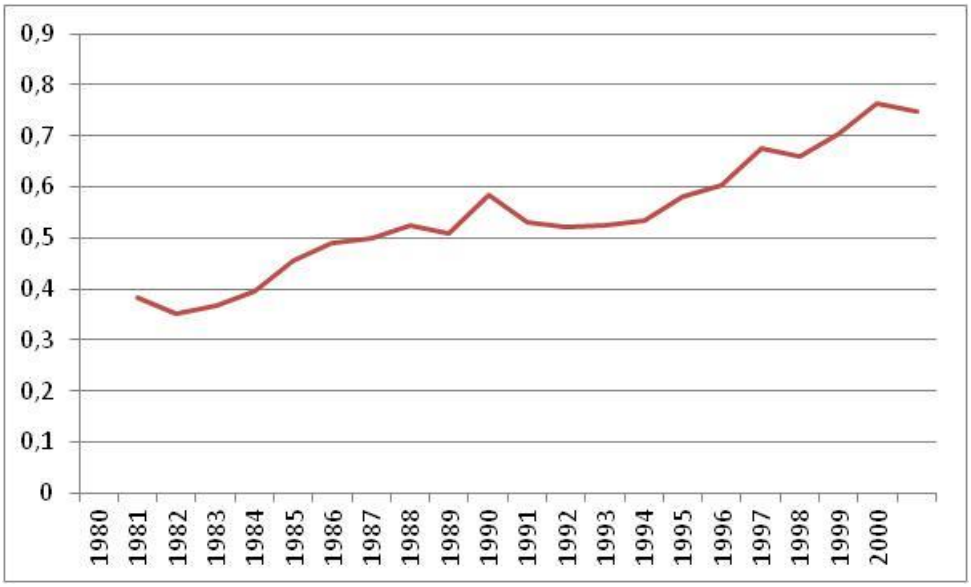
Fonte: elaboração própria a partir de dados do STATISTICS BUREAU OF JAPAN

A contrapartida desses movimentos se verifica na elevação da relação entre as dívidas e a renda (gráfico 22), evidenciando a maior fragilidade desse grupo de agentes, intensificada em

função da maior dependência por recursos voláteis, como os oriundos dos mercados financeiros, e pela manutenção de preços mais elevados desses ativos, que dificilmente se sustentariam no longo prazo. Após o estouro da bolha especulativa, as famílias voltaram ao perfil anterior, privilegiando os depósitos bancários em detrimento das ações, como mostra o gráfico 18.

Gráfico 22

Relação entre dívida e renda das famílias



Fonte: elaboração própria a partir de dados do STATISTICS BUREAU OF JAPAN

3.3.4. A política monetária na segunda metade dos anos 1980

O bom momento vivido pela economia japonesa ao longo dos anos 1980, que, apesar da queda no ritmo de crescimento, ainda apresentava desempenho superior à média dos países desenvolvidos, teve reflexos diretos na aceleração dos preços dos ativos no final da década. Como propõe Minsky em sua hipótese da instabilidade financeira, as posições financeiras mais arriscadas assumidas pelos agentes tiveram participação direta na fase ascendente do ciclo, mas também contribuíram para a crise. A política monetária adotada pelo governo japonês, portanto, não pode ser identificada como a única, e talvez nem mesmo como a principal responsável pela

bolha especulativa que se formou, mas atuou no sentido de ratificar as decisões tomadas pelos demais agentes.

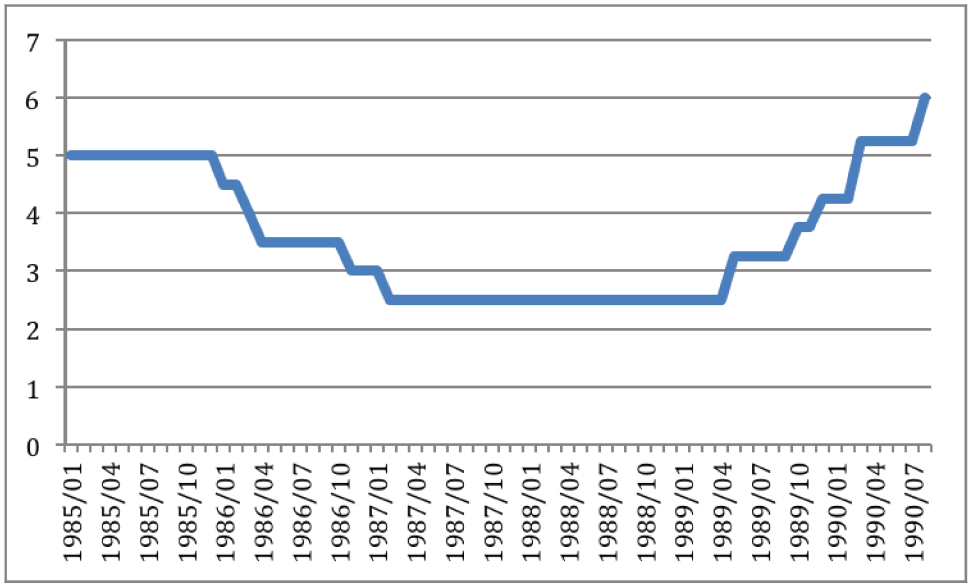
Para amenizar os impactos da valorização do iene após o Acordo de Plaza, o governo japonês optou por reduzir gradualmente a taxa de redesconto do Banco do Japão até 1987, mas com um movimento contínuo que a levou para a metade de seu valor inicial em pouco mais de um ano (ver Gráfico 23). O objetivo desta medida era ampliar a demanda doméstica por bens, uma das cláusulas pactuadas no Acordo que se aplicava aos países com superávits comerciais. Ao adotar essa política, o governo japonês favoreceu os bancos, que haviam sido duramente atingidos pelas mudanças ocorridas na economia desde o início da década, ao disponibilizar a estas instituições recursos a custos baixos, aliviando o impacto da redução da demanda por empréstimos por parte das empresas. Os bancos, então, mantiveram sua política de crédito, apenas redirecionando suas operações para outros segmentos menos seguros, o que acabou sendo de grande importância para a formação da bolha especulativa no final dos anos 1980 (TORRES FILHO, 1997).

No âmbito externo, essas medidas, juntamente com a valorização da taxa de câmbio, reduziram as exportações, ao mesmo tempo em que, ao ampliar a diferença entre as taxas de juros domésticas e internacionais, estimularam a saída de capitais e evitaram uma valorização adicional do iene (LEVI, 1998). Em contrapartida, também favoreceram a especulação nos mercados financeiros japoneses, pois, ao tomar dinheiro no euromercado e aplicar em ações dentro do país, havia a possibilidade de ganhos devido à valorização da taxa de câmbio.

Em 1987, a economia já se encontrava novamente em crescimento, permitindo ao governo reverter o sentido da política monetária. Entretanto, a quebra da bolsa de valores de Nova York em 19 de outubro, na chamada Segunda-Feira Negra (*Black Monday*), impediu que medidas mais drásticas fossem colocadas em prática, pelo temor de que uma recessão internacional impactasse ainda mais as exportações do país, reduzindo o ritmo da economia. O governo sofreu ainda pressão por parte dos investidores (empresas e grandes fundos), que buscavam manter os lucros na esfera financeira, já que a bolsa de valores de Tóquio se recuperou rapidamente do episódio, optando por manter a política monetária frouxa por mais alguns anos, até ter que lidar com os efeitos da bolha especulativa no final da década (TORRES FILHO, 1997).

Gráfico 23

Taxa oficial de redesconto na segunda metade dos anos 1980 – em %



Fonte: elaboração própria a partir de dados do STATISTICS BUREAU OF JAPAN

A manutenção de baixas taxas de redesconto por longo período foi um dos fatores que contribuiu para que a crise japonesa dos anos 1990 atingisse maior magnitude, segundo Okina, Shirakawa e Shiratsuka (2001). Esses autores concluem que uma ação mais rápida do Banco do Japão teria levado a uma bolha de menor tamanho, e, portanto, a uma desaceleração mais branda. Entretanto, eles mesmos admitem que seguir este caminho teria sido difícil, pois a inflação estava sob controle e não havia motivo aparente para uma elevação das taxas de juros.

3.3.5. A aceleração dos preços dos ativos

Em 1987, a economia japonesa já havia absorvido os impactos da valorização do iene, retomando o movimento de crescimento da economia, que se baseou em dois pilares distintos: os preços dos ativos, em especial os imóveis e as ações, e o investimento das empresas.

O grande volume de aplicações de empresas, bancos e famílias no mercado acionário, financiando parte das aquisições com crédito bancário, provocou a valorização desses ativos logo

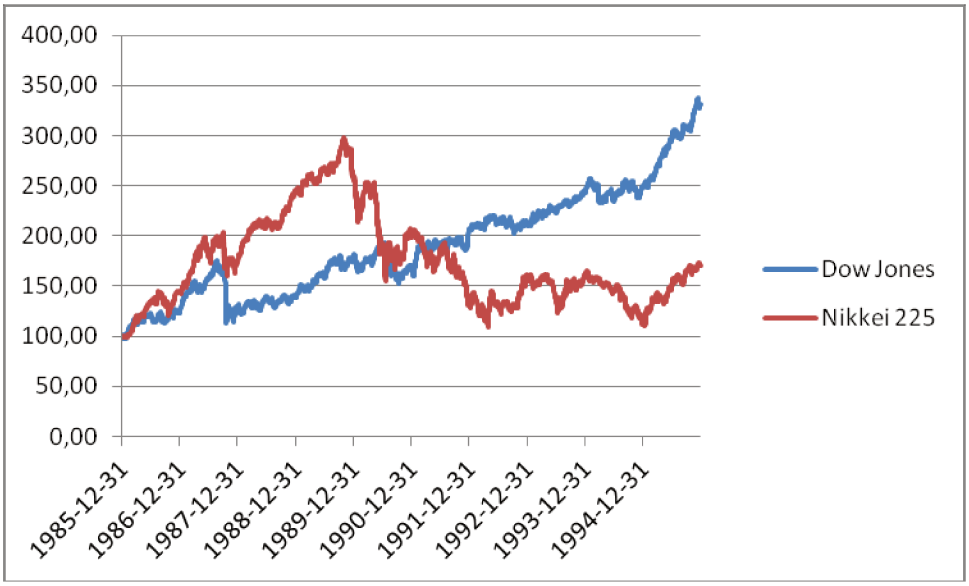
na primeira metade da década de 1980. Os agentes tomavam empréstimos a taxas favoráveis, aproveitando-se da maior disposição dos bancos a fornecer créditos para fins que não a atividade produtiva, e aplicavam os recursos em ações ou na aquisição de imóveis, pressionando seus preços para cima. Como esses ativos eram usados como colaterais na obtenção do crédito bancário, possibilitavam a assunção de novas dívidas, cujo montante era novamente aplicado nos mesmos mercados, criando um ciclo vicioso que somente acabou quando as taxas de empréstimos foram elevadas, impossibilitando a renegociação das dívidas e revelando um quadro de profunda inadimplência, pois somente a renda não era suficiente para arcar com os compromissos (TORRES FILHO, 1997).

O movimento acima descrito se assemelha ao comportamento dos agentes descrito na teoria minskyana, embora com objetivos distintos: enquanto no caso japonês a assunção de novas dívidas tinha como objetivo a aplicação dos recursos nos mercados financeiros, em operações de caráter especulativo (almejando ganhos por meio da elevação dos preços), na crise norte-americana analisada por aquele autor o destino dos empréstimos era a atividade produtiva. Por este motivo, Minsky (1986) concentrou sua análise nas empresas e nos bancos, atribuindo menor importância às famílias, que adquirem maior relevância na formação da bolha japonesa, embora o movimento de fragilização das posições, de *hedge* para especulativa e Ponzi, possa ser facilmente transposto para este grupo de agentes.

Este novo ambiente se refletiu no índice Nikkei, que mede a valorização das ações na bolsa de Tóquio, que saltou de 13.113 pontos no final de 1985 para 26.000 em outubro de 1987, superando 30.000 no início do ano seguinte, quando a capitalização na bolsa de valores japonesa representava 41,7% do total mundial. O índice alcançou seu valor máximo histórico de 38.915 pontos em dezembro de 1989, e os analistas previam que este crescimento se manteria no ano seguinte, prevendo o patamar de 48.000 no final do período (TORRES FILHO, 1997). O Gráfico 24 mostra como a valorização da bolsa japonesa foi bem superior à da norte-americana durante o final da década de 1980, bem como a maneira drástica como o movimento se reverteu durante a primeira metade da década seguinte.

Gráfico 24

Comparação da valorização das bolsas de valores norte-americana (Dow Jones) e japonesa (Nikkei 225) – 31/12/1985 = 100



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do FEDERAL RESERVE BANK

O preço dos imóveis[18] também foi influenciado pela facilidade do crédito bancário, sendo este um dos mercados beneficiados pela queda dos empréstimos bancários para as empresas. O movimento iniciou-se no mesmo período do mercado acionário, em 1983, com forte valorização dos terrenos do centro de Tóquio, estendendo-se posteriormente às cidades de Osaka e Nagóia, para se disseminar para as zonas rurais em seguida. O aumento dos investimentos das empresas e das famílias em imóveis a partir de meados da década foi o principal fator que explica a elevação nos preços, novamente tomando recursos junto ao setor financeiro: entre 1985 e 1989, a carteira imobiliária dos bancos aumentou de 17 para 43 trilhões de ienes, enquanto as instituições financeiras não bancárias destinaram mais de 30 bilhões para a aquisição de imóveis (TORRES FILHO, 1997). Além disso, a questão fiscal também se revelou importante, pois o imposto que incidia sobre a posse das terras era bem inferior ao que incidia sobre suas transações, principalmente em momentos de aceleração dos preços, facilitando a manutenção desses ativos e, com isso, reduzindo sua oferta, pressionando ainda mais o mercado (OKINA, SHIRAKAWA e

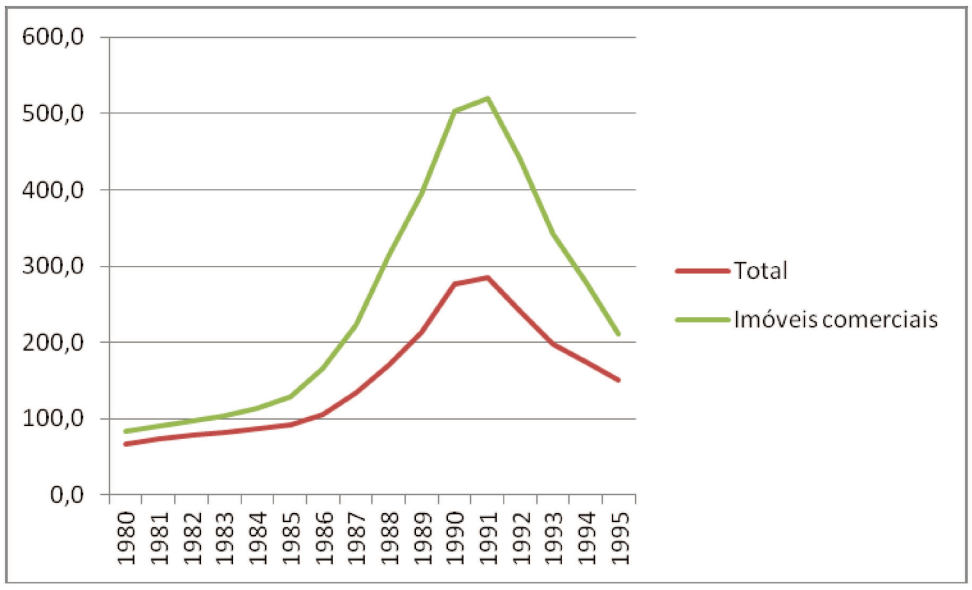
[18] Alguns autores, como Torres Filho (1997), tratam do mercado de terras, enquanto outros, como Okina, Shirakawa e Shiratsuka (2000) falam do mercado de imóveis. Optou-se por esta segunda opção, por ser mais ampla, embora o termo "terras" também apareça, para manter a maior fidelidade possível à bibliografia. Ambos podem ser usados como substitutos, já que os mercados são muito semelhantes.

SHIRATSUKA, 2000). Havia também uma grande procura de escritórios em Tóquio por parte das grandes empresas internacionais, interessadas em se instalar no centro de uma das economias mais dinâmicas do planeta, como mostra o gráfico 25.

O impacto desses movimentos nos preços foi impressionante: Torres Filho (1997) relata que o valor total dos imóveis passou de 4,2 para 18,4 trilhões de dólares em apenas cinco anos, entre 1985 e 1990. A título de ilustração, o autor menciona que, em teoria, era possível comprar todo o território dos Estados Unidos, uma área 28 vezes maior que a do Japão, com o valor de apenas um quarto do território japonês. A valorização do preço das ações e dos imóveis foi tão elevada que a soma dos ganhos de capital desses dois grupos de ativos entre 1986 e 1989 alcançou o patamar de 452% do PIB nominal do país, muito superior ao ocorrido em períodos anteriores (entre 1972 e 1973, por exemplo, quando ocorreu outro movimento semelhante, o valor foi equivalente a 193% do PIB nominal) (OKINA, SHIRAKAWA e SHIRATSUKA, 2000).

Gráfico 25

Preço dos imóveis nas seis maiores cidades japonesas – março/2000 = 100



Fonte: elaboração própria a partir de dados do STATISTICS BUREAU OF JAPAN

Embora ambos os mercados tenham impulsionado o crescimento da economia japonesa no período, a esfera produtiva também apresentou intenso dinamismo, ancorada nas expectativas otimistas dos empresários, baseadas, entre outros fatores, na elevação do consumo das famílias, decorrente do efeito-riqueza proporcionado pela valorização do preço dos ativos e do aumento do crédito bancário para este fim (movimento relacionado ao primeiro, conforme descrito anteriormente). A produção industrial cresceu mais que o PIB real durante o período da bolha (7,2% contra 5,5% ao ano, respectivamente, entre novembro de 1986 e fevereiro de 1991) (OKINA, SHIRAKAWA E SHIRATSUKA, 2000), sustentada também pelo aumento das exportações. A formação bruta de capital fixo manteve-se entre 15 e 20% do PIB entre 1987 e 1990, nível semelhante ao verificado na recuperação do início dos anos 1960, que se revelou claramente superior ao necessário quando a economia entrou em crise no início dos anos 1990, provocando elevada capacidade ociosa (TORRES FILHO, 1997; AHEARNE ET AL., 2002).

As decisões dos empresários no período podem ser interpretadas com base na teoria dos dois preços, desenvolvida por Minsky (ver Capítulo 1). Durante a segunda metade dos anos 1980, o consumo das famílias havia se elevado, especialmente na aquisição de bens duráveis, ou seja, que possuem maior valor que os demais bens de consumo, e, desta forma, demandam pagamentos mais volumosos. No período de euforia, acreditava-se que o patamar se manteria na década seguinte, mas as expectativas não se confirmaram. Essa previsão excessivamente otimista aumentou as quase-rendas esperadas pelos empresários, elevando o preço de demanda dos bens de capital, estimulando o investimento e, a partir das decisões dos empresários, a produção de bens de capital. Entretanto, muitas dessas expectativas acabaram não se confirmando, devido à crise.

As baixas taxas de juros, e o efeito riqueza provocado pela valorização dos preços das ações (que, por este motivo, possuíam grande atratividade para os investidores) e dos imóveis serviram de estímulos adicionais para as empresas e as famílias, que confiavam na continuidade dos bons resultados para fazer frente aos compromissos assumidos na aquisição dos bens duráveis e de capital, respectivamente. Mas o estouro da bolha de ativos e a crise que se seguiu não permitiram que as expectativas otimistas se confirmassem, reduzindo as quase-rendas efetivamente realizadas, embora não tenham afetado as dívidas previamente assumidas, e os pagamentos delas decorrentes. Assim, posições aparentemente *hedge* se transformam em especulativas, e, em casos extremos, até mesmo em Ponzi. Esse movimento atingiu diretamente

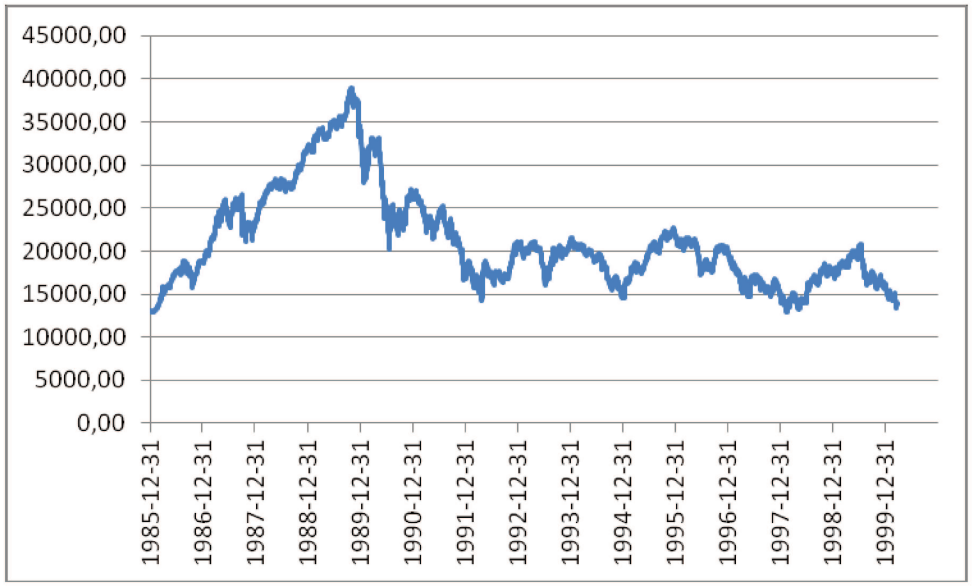
os bancos, pois as entradas esperadas de receitas também não se confirmam, e, por conta deste cenário, sua situação também foi fragilizada.

Buscando limitar a busca por lucros não financeiros (e especulativos) que havia se disseminado pela economia, o governo japonês alterou sua política econômica em 1989, tanto no âmbito fiscal (introdução de imposto sobre o consumo) quanto monetário (elevação progressiva da taxa de redesconto, até atingir 6,0% no final de agosto de 1990). O impacto no mercado de ações foi quase instantâneo, com queda brusca no índice Nikkei a partir do final do ano: no primeiro trimestre de 1990, apenas quatro meses após atingir seu nível máximo, o índice havia se reduzido para perto de 28.000 pontos, queda que se acentuou após um breve período de recuperação (ver Gráfico 26) (TORRES FILHO, 1997). Essa queda, ao difundir seus impactos por toda a economia (anulando o efeito-riqueza das famílias e desvalorizando o capital das empresas) provocou a reversão do crescimento do PIB japonês, que entrou em trajetória descendente até uma pequena recuperação em 1994 (ver Gráfico 27).

Embora o mercado de ações tenha desacelerado quase imediatamente, o preço das terras continuou subindo. Apenas quando o governo limitou os empréstimos bancários a este setor a alta dos preços foi contida, iniciando-se movimento contrário, de desvalorização, como pode ser percebido no Gráfico 26 (TORRES FILHO, 1997).

Gráfico 26

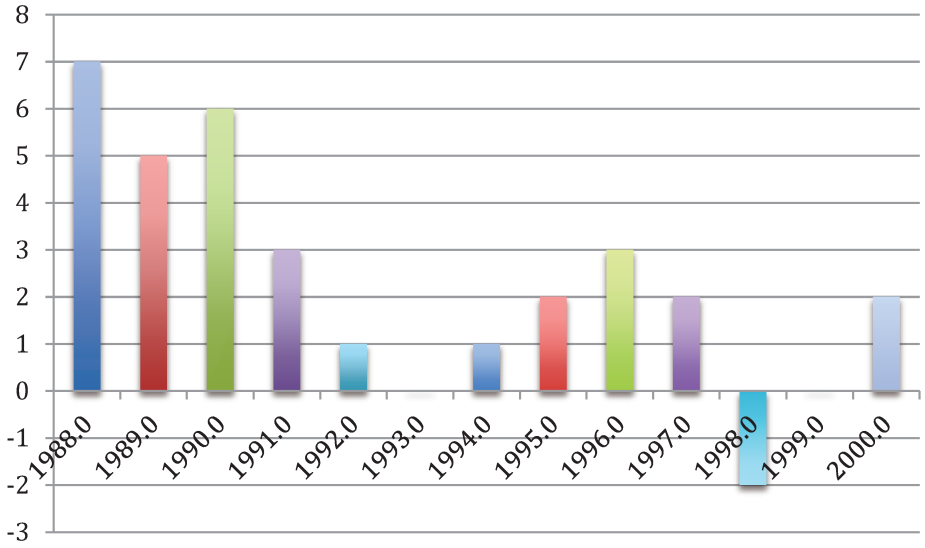
Índice Nikkei



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do FEDERAL RESERVE BANK

Gráfico 27

Crescimento do PIB japonês – em %



Fonte: elaboração própria a partir de dados do BANCO MUNDIAL.

Os impactos da desvalorização abrupta dos ativos sobre os agentes foi devastador. Por um lado, aqueles que haviam se endividado para adquirir ações ou terras se viram com passivos elevados, sem fluxo de caixa suficiente para arcar com os compromissos assumidos. Agravando o problema, em muitos casos a dívida estava denominada em outras moedas, assumidas pelos próprios agentes, quando eram autorizados a tomar recursos em mercados externos diretamente, ou por instituições bancárias, que as repassavam para as empresas em ienes. Neste último caso, as instituições financeiras que haviam se lançado nestes mercados viram seus ativos se deteriorarem, com pagamentos que dificilmente seriam efetuados, e garantias cujo valor havia se deteriorado abruptamente. Criou-se, desta forma, um cenário em que o governo precisava agir, não apenas com seus instrumentos fiscais e monetários, mas, principalmente, retirando dos ativos dos bancos esses créditos "podres". A maneira como estas medidas foram implementadas, bem como o momento em que essas ações aconteceram, condicionaram o andamento da economia do país nos anos 1990.

3.4. A crise dos anos 1990

O estouro da bolha especulativa no início dos anos 1990 encerrou a trajetória de crescimento da economia japonesa que havia se iniciado na década de 1960, inserindo o país em mais de dez anos de estagnação. Inicialmente, considerava-se a crise como apenas um episódio passageiro, e a tímida recuperação de 1994 a 1996 parecia comprovar esta hipótese. Mas o avanço dos créditos inadimplentes no balanço dos bancos, que havia se manifestado desde o início da crise mas provocou impactos mais profundos a partir da 1997, freou novamente o ritmo de crescimento do país.

A resposta das autoridades foi coerente com as propostas de Minsky, embora as dificuldades de antecipar a magnitude da crise tenha impedido ações mais incisivas, que poderiam ter estimulado ainda mais o PIB. A demora em lidar com os problemas dos bancos, em particular, amenizou os efeitos das políticas implementadas.

3.4.1. A ação do Grande Governo, a política monetária e a recuperação de 1994-96

Os impactos da desaceleração dos preços dos ativos colocaram o país em uma grave crise econômica, com o desempenho do PIB durante os anos 1990 ficando bem abaixo do patamar verificado nas décadas anteriores (ver Gráfico 22). Os principais agentes haviam sido atingidos, o que fez com que grande parte deles passasse de posturas *hedge* para Ponzi, ficando incapazes de honrar seus pagamentos, contexto agravado pela indisposição dos bancos em fornecer novos créditos. A reação do Banco do Japão foi imediata, com a redução da taxa oficial de redesconto de 6,0% para 2,5% entre julho de 1991 e fevereiro de 1993, enquanto o governo colocou em prática três grandes pacotes de estímulos que totalizaram quase 30 trilhões de ienes (MORI, SHIRATSUKA e TAGUCHI, 2000).

A partir de 1991, o governo japonês ampliou seus gastos em projetos de infraestrutura, apoio a pequenas e médias empresas, e na ampliação do emprego público, por meio de orçamentos suplementares, além de ter reduzido impostos (ver Tabela 25). Entretanto, parte do

orçamento não foi utilizada devido à dificuldade dos governos locais de aplicarem recursos em contrapartidas, terminando por representar menos de 10% do PIB. Outro motivo que reduziu os impactos do aumento do gasto público foi a redução do multiplicador fiscal, que segundo cálculos do governo teria caído de 1,3 em 1991 para 1,1 em 2004, principalmente devido 1) à falta de resposta do setor privado e 2) à destinação dos recursos.

Tabela 25

Gasto total do governo japonês – em trilhões de ienes

Data	Gasto total	Emprego público	Outras despesas	Cortes de impostos
Agosto/1992	10,7	6,3	4,5	0,0
Abril/1993	13,2	7,6	5,4	0,2
Setembro/1993	6,2	2,0	4,2	0,0
Fevereiro/1994	15,3	4,5	4,9	5,9
Abril/1995	4,6	1,1	3,5	0,0
Setembro/1995	12,8	6,5	6,3	0,0
Abril/1998	16,7	7,7	4,4	4,6
Novembro/1998	23,9	8,1	9,8	6,0
Novembro/1999	18,0	6,8	11,2	0,0
Outubro/2000	11,0	5,2	5,8	0,0
Total	132,4	54,7	59,9	16,6

Fonte: AHEARNE ET AL. (2002)

Em relação ao primeiro aspecto, algumas questões impediram resposta mais rápidas aos estímulos governamentais, dentre eles: 1) os problemas enfrentados pelo setor bancário, que impediam que sua função de intermediário financeiro fosse plenamente cumprida; 2) as empresas em processo de desalavancagem, em especial as pequenas e médias; e 3) o aumento da aversão ao risco dos consumidores, que também se encontravam endividados (e, assim como as empresas, estavam receosos em assumir novas dívidas) e ainda enfrentaram a queda do efeito-riqueza decorrente da posse de ações e imóveis (LOWE, 2003; SYED, KANG e TOKUOKA, 2009). No que se refere à destinação dos recursos, uma parte do aumento das despesas foi direcionada para a previdência social, com aumento de 2,6% para 3,5% do PIB entre 1990 e 2000, principalmente

devido ao envelhecimento da população. Foram ainda implantados projetos de menor importância (por exemplo, ruas e pontes em locais isolados), cujo impacto local era restrito, limitando o potencial de recuperação (LOWE, 2003; SYED, KANG e TOKUOKA, 2009). Mesmo com esses problemas, o déficit fiscal foi ampliado de 0,2% do PIB em 1991 e 1992 para 2,4% do PIB em 1993, mas depois foi reduzido para níveis próximos de zero em 1994, quando as diretrizes foram alteradas (AHEARNE ET AL., 2002).

Como o consumo ainda se recuperava dos efeitos do estouro da bolha especulativa, o crescimento do emprego público não provocou os impactos desejados, pois boa parte da renda era poupada ou utilizada no pagamento de dívidas, e poderia ter sido complementada por cortes nos impostos sobre o consumo (e não sobre o imposto de renda, como ocorreu), de forma a estimular este tipo de gasto. O aumento da renda foi eficaz no sentido de fornecer liquidez para indivíduos fazerem frente a compromissos assumidos, mas não provocou os efeitos secundários almejados pelo governo (AHEARNE ET AL., 2002).

Além dos aspectos descritos, outro responsável por atenuar os efeitos das medidas tomadas foi a dívida pública, que aumentou fortemente durante os anos 1990, mais que dobrando até o início da década seguinte (ver Gráfico 10). Em um ambiente de forte incerteza e risco elevado, os títulos públicos se tornaram atrativos para os investidores, em especial os bancos, direcionando os recursos de volta para o setor público (LOWE, 2003). Esse movimento é compatível com a análise de Minsky (1986): após a crise, os agentes passam a adotar posturas defensivas, evitando a assunção de novas dívidas e direcionando seus recursos para a aquisição de ativos mais seguros, de modo a reduzir seu nível de endividamento e aumentar a segurança de sua carteira de ativos.

Embora a elevação dos gastos do governo japonês tenha sido superior ao patamar verificado em outros países que apresentaram crises financeiras nas décadas de 1980 e 1990 (ver Tabela 26), precisariam ter sido ampliados ainda mais para evitar a deflação e a crise posterior ao estouro da bolha especulativa, conforme simulações elaboradas por Ahearne et al. (2002). Os receios em colocar em prática medidas de caráter permanente foram apontados como as principais barreiras para que a economia retomasse a trajetória de crescimento: o aumento dos gastos foi realizado através de orçamentos suplementares, que precisavam ser renovados anualmente, ao invés de serem incorporados ao orçamento formal do governo, o que atribuiria a eles caráter permanente. Essa medida foi adotada para amenizar os impactos fiscais, pois os

compromissos do governo nos anos subsequentes já haviam crescido em função dos gastos previdenciários e dos serviços da dívida pública, levando o governo a evitar o compromisso com novos gastos (AHEARNE ET. AL., 2002).

Tabela 26

Déficit estrutural de outros países em momentos de crise

Estados Unidos		
Ano	Crescimento PIB	Variação do déficit estrutural
1981	1,2	-0,5
1982	-1,6	1,1
1983	7,6	1,2
1984	5,6	0,4
1990	0,5	0,8
1991	0,8	-0,2
1992	4,0	1,1
1993	2,6	-0,8
Alemanha Ocidental		
Ano	Crescimento PIB	Variação do déficit estrutural
1981	0,6	-0,3
1982	-1,3	-2,0
1983	6,2	-0,8
1984	5,7	0,0
1992	0,7	-0,3
1993	-0,3	-0,7
1994	2,9	-0,1
1995	1,1	1,1
França		
Ano	Crescimento PIB	Variação do déficit estrutural
1992	0,1	1,4
1993	0,3	0,2
1994	2,9	-0,5
1995	0,6	0,0

Fonte: AHEARNE ET AL. (2002)

Após o impacto inicial do estouro da bolha especulativa, parecia que a economia havia retornado à normalidade a partir de 1994, fortalecida pela ação do Grande Governo. O investimento privado apresentou resultado positivo pela primeira vez desde o início da década, puxados pelas corporações de alta tecnologia, ligadas aos setores de informática e

telecomunicações, que se encontravam em expansão na economia mundial. Os avanços na redução das dívidas bancárias também contribuíram para a recuperação das empresas. O aumento do investimento público, a recuperação da demanda privada e a recuperação dos preços no mercado acionário pareciam mostrar que a crise havia sido superada. Pensando nisso, o governo decidiu reverter a diretriz da política fiscal, buscando reduzir o déficit público, por meio da implantação de novos impostos sobre o consumo em 1997. Essa medida afetou negativamente o crescimento da economia, obrigando o governo a retornar à política fiscal expansionista já no ano seguinte (ver Tabela 19) (AHEARNE ET AL., 2002).

A política monetária implementada pelo Banco do Japão durante a primeira metade dos anos 1990 seguiu a mesma diretriz da política fiscal, com caráter expansionista durante os primeiros anos da década e reversão em 1994, durante o breve período de recuperação. Após a aprofundamento da crise em 1997, as taxas de redesconto e de juros foram mantidas a níveis próximos de zero, na tentativa de estimular o crédito bancário (AHEARNE ET. AL., 2002)

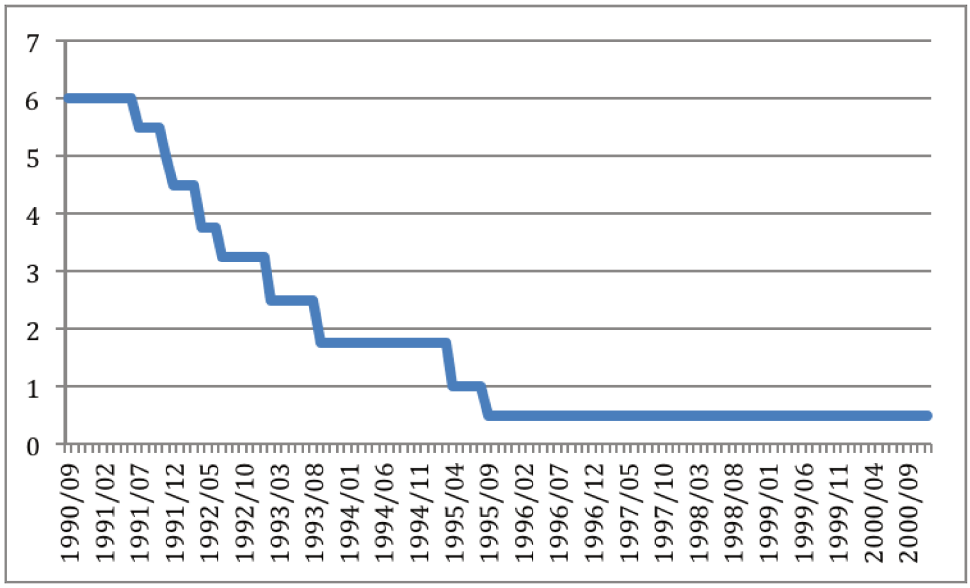
O Banco Central japonês manteve a política monetária contracionista após a queda no preço das ações, revertendo a diretriz apenas quando o mercado imobiliário entrou em crise. A taxa oficial de redesconto foi reduzida, passando de 6% em 1991 para menos de 2% dois anos depois (ver Gráfico 28). A taxa básica real de juros (*call-money rate*) também sofreu cortes, movimentos que auxiliaram na recuperação da economia em 1994. Diante dos indícios de crescimento naquele ano, o Banco Central modificou a orientação da política monetária, elevando ambas as taxas, mas esta decisão foi revertida já no ano seguinte, quando elas foram reduzidas a níveis próximos de zero, sendo mantidas neste patamar até o final da década (AHEARNE ET. AL., 2002).

Embora o Banco Central tenha utilizado a política monetária para estimular o crescimento da economia japonesa, essa medida não alcançou os efeitos desejados. Ahearne et. al. (2002) argumenta que uma das causas foi o receio da autoridade monetária em implantar medidas mais drásticas, adotando uma política ainda mais expansionista. O Banco Central temia a formação de uma nova bolha de preços dos ativos, repetindo o ocorrido durante a segunda metade dos anos 1980, quando a taxa de redesconto foi mantida em níveis baixos. A análise de Okina, Shirakawa e Shiratsuka (2002) desenvolve argumentos semelhantes, mostrando que o governo não antecipou a magnitude da crise. A valorização da taxa de câmbio durante a primeira metade da década de

1990 foi outro fator que amenizou os impactos da política monetária, afetando negativamente as exportações (AHEARNE ET. AL., 2002).

Gráfico 28

Taxa de redesconto nos anos 1990 – em %



Fonte: elaboração própria a partir de dados do STATISTICS BUREAU OF JAPAN

3.4.2. A crise bancária de 1997 e a ação do emprestador em última instância

Logo no período inicial da crise econômica, pouco tempo depois do estouro da bolha especulativa no início dos anos 1990, começaram a ocorrer as primeiras falências bancárias, atingindo instituições de pequeno porte. Estes episódios, porém, foram tratados pelas autoridades como isolados, decorrentes de problemas administrativos, pois se acreditava que os grandes bancos não podiam quebrar (em parte porque nenhuma dessas instituições havia falido desde antes da Segunda Guerra). Entretanto, conforme os problemas foram avançando e atingindo instituições maiores, tanto bancos como cooperativas de crédito, percebeu-se a precariedade dos mecanismos de segurança, concentrados na Corporação de Segurança de Depósitos (*Deposit*

Insurance Corporation, DIC), órgão que possuía recursos insuficientes para fazer frente a grandes falências, além de não contar com pessoal adequado (NAKASO, 2001).

Entre 1994 e 1997, período em que o capital das instituições falidas ainda era pequeno, o Banco do Japão atuou no sentido de organizar soluções privadas para administrar as falências e impedir que ocorressem corridas contra bancos maiores. A autoridade monetária organizou consórcios envolvendo, na maioria dos casos, um ou mais *City Banks*, com o objetivo de fornecer recursos para as instituições falidas, prática que ficou conhecida como *Hougashou* [19]. Inicialmente, todas as instituições eram solicitadas a participar, não apenas aquelas diretamente ligadas ao banco em dificuldades, mas essa prática logo se revelou inviável conforme o número de falências aumentava, pois os bancos já se encontravam com problemas em seus próprios ativos. O Banco do Japão viu-se, então, obrigado a fornecer recursos pela primeira vez desde os anos 1960, o que provocou revolta da mídia e da população, principalmente após o caso da *junsen* (NAKASO, 2001).

As *junsen* eram instituições financeiras não bancárias criadas por bancos ou outras instituições financeiras durante a década de 1970, com o objetivo de complementar os empréstimos destinados ao setor imobiliário. Durante a década seguinte, haviam ampliado sua atuação para incorporar também recursos destinados à comercialização de imóveis de elevado risco, o que se revelou um grande equívoco, dada sua inexperiência na atividade e a crise causada pelo estouro da bolha especulativa. Em 1995, o cálculo do Ministério das Finanças estimava a perda total das sete *junsens* perto de 6,41 bilhões de ienes, montante muito superior às falências ocorridas até então. Neste caso, estava claro que o setor privado não poderia ser convocado a resgatar estas instituições. Os impactos de uma eventual quebra seriam fortes, principalmente devido ao envolvimento de instituições financeiras ligadas à agricultura no capital das *junsens*, que, além de prejudicar o setor primário, possuíam enorme influência política. Assim, de modo a evitar maiores prejuízos, o governo abriu uma exceção legal (pois estas instituições não eram garantidas pela DIC, por não possuírem depósitos junto ao público) e aprovou um pacote de resgate em que os recursos públicos contribuiriam com mais da metade do montante total, sendo o restante dividido entre os bancos e as empresas agrícolas. Esta iniciativa provocou duras reações da população, inibindo novas utilizações de recursos públicos em episódios semelhantes,

[19] Este termo originalmente se refere à prática de levantar recursos junto à comunidade em um festival tradicional do país.

pelo menos até o ápice da crise em 1997-98, quando o sistema financeiro se encontrava em risco de colapso (NAKASO, 2001).

Durante os anos 1990, a situação dos grandes bancos japoneses frente à comunidade internacional havia se deteriorado fortemente, devido à crise interna e a escândalos de fraudes contábeis em filiais instaladas nos Estados Unidos, o que elevou o prêmio a ser pago pelas instituições japonesas na tomada de recursos em mercados estrangeiros. Internamente, porém, as autoridades continuavam tratando os grandes bancos, em especial os *City Banks*, como se fossem "inquebráveis", mantendo a visão de que as falências ocorridas até então não seriam capazes de afetar o sistema como um todo. A situação mudou em novembro de 1997, quando a falência da Sanyo Securities, uma instituição de porte médio, provocou pânico no mercado interbancário. Incapaz de cumprir com suas obrigações neste mercado, a Sanyo foi protagonista do primeiro *default* nessas operações, o que gerou reações defensivas por parte dos emprestadores, que preferiram manter seus recursos junto ao Banco do Japão a emprestá-los a outros bancos. Apenas a intervenção das autoridades monetárias, injetando liquidez mediante operações de compra de títulos (conhecidas como operações do *repo market*) trouxe normalidade ao mercado (NAKASO, 2001).

Além da falência da Sanyo, outras grandes instituições quebraram durante o mês de novembro de 1997, incluindo uma das quatro maiores *securities houses* (empresas seguradoras, que operavam no mercado de títulos públicos e privados), a Yamaichi, e um grande banco regional, o Hokkaido Takushoku Bank. O Banco do Japão interveio fornecendo liquidez, no primeiro caso inclusive para as subsidiárias no exterior. A crise asiática, que havia se iniciado na Tailândia e já atingia os demais países do continente, aumentou os temores de um colapso no sistema, principalmente quando um *City Bank*, o Tokuyo, abriu falência no final do mês. Iniciou-se uma corrida contra os bancos, que levou as autoridades a alterar o marco legal, permitindo a utilização de recursos públicos, com 30 trilhões de ienes (230 bilhões de dólares) sendo disponibilizados de imediato (NAKASO, 2001). Mas a crise prosseguiu no início do ano seguinte, quando as autoridades se defrontaram com a maior falência de toda a crise, declarada pelo *Long Term Credit Bank*, com ativos no valor de 26 trilhões de ienes (240 bilhões de dólares), além de mais de 50 trilhões de ienes em contratos de derivativos (valor nocional), cujas contrapartes incluíam grandes bancos e outros investidores internacionais. Caso não fosse encontrado um meio de lidar com esse caso, possibilidade real tendo em vista que os

instrumentos vigentes não permitiam intervenções dessa magnitude, os mercados locais e estrangeiros seriam fortemente afetados. Foram necessárias, então, novas alterações na legislação, com a promulgação da Financial Reconstruction Law em 1998, que permitia que o governo estatizasse os bancos que ameaçavam falir, sendo as eventuais perdas cobertas pelos acionistas até o montante investido, e o restante disponibilizado pelo DIC, e incluía o pagamento dos contratos de derivativos, buscando evitar prejuízos para as contrapartes (NAKASO, 2001).

Com base nas mudanças implantadas para que fosse possível lidar com falências como a do *Long Term Credit Bank*, o governo japonês e o Banco do Japão foram capazes de lidar com outras falências e fortalecer a posição dos bancos em dificuldades, injetando recursos públicos no valor de 7,5 trilhões de ienes (65 bilhões de dólares), boa parte por meio da aquisição de ações preferenciais, que somados ao montante levantado pelos próprios bancos junto ao mercado doméstico foram suficientes para cobertura dos passivos insolventes. As autoridades também ampliaram a regulação sobre as instituições, acompanhando mais de perto suas atividades e, principalmente, suas perdas. Caso a autoridade considerasse as medidas adotadas como insuficientes para recuperar a situação financeira do banco, ameaçava não liberar novos recursos para a empresa, forçando-a a se adequar às suas exigências (NAKASO, 2001).

A injeção dos recursos públicos no final dos anos 1990 não fez com que a economia japonesa retomasse a trajetória de crescimento, mas ao menos impediu que as falências bancárias prosseguissem, trazendo estabilidade ao sistema. Existem questionamentos, porém, a respeito da demora até que as medidas fossem tomadas, que teria aumentado as perdas.

3.4.2.1. O emprestador em última instância

Devido ao seu papel central nos sistemas de pagamento e crédito das economias capitalistas, as instituições bancárias devem ser objeto de estrito controle e regulação por parte das autoridades monetárias, que abrange dois aspectos complementares: um de prevenção (a chamada regulação preventiva) e outro de proteção. Este último, por sua vez, envolve dois instrumentos: (1) a segurança dos depósitos, normalmente na forma de um fundo que garante o pagamento de depósitos de pequeno valor, com o intuito de garantir as aplicações de seus

investidores e evitar corridas contra os bancos em momentos de crise; e 2) o emprestador em última instância, que fornece recursos aos bancos com problemas liquidez, buscando manter a cadeia de pagamentos e evitar que crises localizadas se disseminem para os demais agentes do mercado (PRATES, 2014).

O estouro da bolha especulativa foi especialmente prejudicial aos bancos e às demais instituições bancárias, não apenas por reduzir a capacidade de pagamento das famílias e das empresas, mas também ao desvalorizar o preço dos ativos oferecidos como colaterais dos empréstimos, deixando o setor com créditos "podres" (NPL, sigla do termo em inglês *Non-Performing Loans*) equivalentes a 7% do PIB japonês em 1998 (CANUTO, 1999). Diante desse cenário, estas instituições adotaram posturas defensivas, atuando mais no sentido de cobrar dívidas antigas que realizar novas operações, limitando a oferta de novos empréstimos e, em última instância, impedindo que as políticas fiscal e monetária recolocassem a economia na trajetória de crescimento, como previu Minsky. No centro de todo o problema estava o Banco do Japão e seu papel como emprestador em última instância. Entretanto, a inexistência de uma rede de proteção de depósitos adequada dificultou a implantação de medidas mais profundas, ampliando os problemas e exigindo a aplicação de maior volume de recursos por parte das autoridades econômicas.

3.4.2.1.1. As deficiências da rede de proteção de depósitos

A partir do período de recuperação da economia japonesa nos anos 1960, MILHAUPT (1999) separa três fases, de acordo com a rede de proteção financeira em vigor: na primeira, nos anos 1970, esta rede foi formalmente definida, mas na prática vigoravam práticas regulatórias informais que buscavam manter a estabilidade no setor bancário; na segunda, entre o estouro da bolha a partir de 1989 e a crise bancária de 1997, os limites da legislação em vigor foram sendo progressivamente expandidos, embora não consolidados em um novo marco legal, variando conforme a necessidade das autoridades; e finalmente uma terceira, no final dos anos 1990, na qual regras explícitas foram definidas a partir dos acontecimentos do período de crise.

No início da década de 1970, o governo japonês estabeleceu a Corporação de Segurança dos Depósitos (DIC), principal responsável por manter a estabilidade do setor bancário, estando no centro do novo sistema criado para proteger os detentores de depósitos, no qual cooperavam o Ministério das Finanças, o Banco do Japão e as instituições privadas, que eram obrigadas a participar. A DIC, porém, não tinha poderes regulatórios, limitando-se apenas a recolher os pagamentos dos bancos e agir em caso de crise. Ao Banco do Japão cabia disponibilizar recursos para as instituições com problemas de liquidez, atuando como emprestador em última instância (MILHAUPT, 1999).

Apesar de ter sido estruturado formalmente, o sistema desempenhou papel muito restrito no desenvolvimento posterior do sistema bancário japonês, em parte porque a DIC possuía poucos funcionários e montante limitado de recursos disponíveis (em 1996, mais de vinte anos depois, contava com apenas dezesseis funcionários, e 390 bilhões de ienes em fundos, insuficientes para lidar com uma falência de grandes proporções) (NAKASO, 2001). O que se verificou na prática foi um sistema no qual a base era a confiança na atuação do Ministério das Finanças e do Banco do Japão, que forneciam garantias implícitas de que mesmo as instituições menores não quebrariam, definindo as taxas de juros e os demais instrumentos de forma a garantir "a sobrevivência dos mais fracos" (MILHAUPT, 1999: p.13), iniciativa possível devido ao forte controle do governo japonês sobre os mercados de capitais. Quando uma instituição menor estava em dificuldades, as autoridades intervinham para garantir que algum outro banco mais forte a comprasse, assumindo seus compromissos e, assim, não ameaçando a integridade do sistema, muitas vezes com ajuda de empréstimos do Banco do Japão (MILHAUPT, 1999).

A estratégia, porém, escondia os problemas existentes no setor, em especial aqueles relacionados com créditos inadimplentes, que eram mantidos em sigilo, com os agentes efetuando liquidações de outros ativos para mostrar resultados positivos (MILHAUPT, 1999). Até os anos 1970, quando os bancos funcionavam como intermediários da política de crédito do Banco do Japão, possuindo restrições na manutenção de ativos de maior risco, essas iniciativas não eram relevantes na maior parte dos casos. Porém, quando a bolha especulativa estourou, revelaram-se custosas.

A rede de proteção existente cumpriu seu papel até os anos 1990, quando as autoridades viram-se incapazes de lidar com as sucessivas falências apenas com apoio dos demais participantes do mercado. Conforme novos casos foram surgindo, a credibilidade do Banco do

Japão e do Ministério das Finanças foi questionada, tornando-se claro que era necessária uma nova estrutura, desta vez explícita. Durante a crise bancária de 1997 e 1998, a legislação foi continuamente alterada, de modo a oferecer suporte às ações que precisavam ser tomadas, muitas delas em caráter de urgência (MILHAUPT, 1999).

Uma das mudanças mais significativas dizia respeito ao alcance do auxílio da DIC. Segundo a definição original, os recursos eram utilizados apenas para garantir os depósitos, não sendo estendidos às demais obrigações da instituição falida. Após o estouro da bolha, porém, os empréstimos destinados às operações de salvamento não apenas foram ampliados, sendo utilizados inclusive por instituições que não coletavam depósitos junto ao público (como as *junsens*), mas também cobriam dívidas de outra natureza que precisavam ser honradas, de modo a não prejudicar o andamento do sistema (como, por exemplo, na paralisação do mercado interbancário após a quebra da Sanyo Securities) (MILHAUPT, 1999). Em diversos momentos, o Banco do Japão também teve que contribuir, inclusive fornecendo capital em troca de ações. Até mesmo o Ministério das Finanças participou, através da utilização de recursos públicos. Esta iniciativa, em particular, foi de grande importância, pois quando utilizada no caso das *junsens* foi alvo de severas críticas pela população e pela mídia, em parte pelo desconhecimento da magnitude dos problemas (NAKASO, 2001).

Após o primeiro momento da crise bancária, tendo as autoridades administrado as falências por meio da extensão da legislação vigente de forma pontual, percebeu-se que uma rede de proteção explícita se fazia necessária. Para que o Banco do Japão pudesse estender sua função de emprestador em última instância para todos os casos necessários, tomando-se por base as falências que já haviam ocorrido, era preciso ampliar a rede de proteção de depósitos, fortalecendo-a e colocando definitivamente em prática os mecanismos previstos em sua construção, mas que eram substituídos pela credibilidade das autoridades e pela relação de camaradagem existente entre os bancos (MILHAUPT, 1999).

Quando as instituições de maior porte começaram a enfrentar problemas na segunda metade dos anos 1990, os legisladores alteraram o marco legal, com o objetivo de fornecer instrumentos para que o governo pudesse impor condições para fornecer recursos para os bancos ameaçados de falir, como a necessidade de levantamento de capital complementar e a venda de ativos. Essa cobrança tornou-se possível pelas novas práticas de supervisão, em particular uma auditoria externa focada principalmente na proporção de capital de cada instituição. Foi aberta

ainda a possibilidade de estatização temporária dessas instituições, até que outra assumisse suas operações, que a situação se normalizasse ou que fosse aberta falência gradual. (MILHAUPT, 1999). O governo também fortaleceu a DIC: em 1999 possuía mais de 2000 empregados e 60 trilhões de ienes em fundos disponíveis (NAKASO, 2001).

3.4.2.1.2. Os créditos inadimplentes

Definido o arcabouço para lidar com os processos de falências bancárias, restava a questão dos créditos inadimplentes no ativo das demais instituições, para que não tivessem o mesmo destino de seus concorrentes falidos. Este problema havia surpreendido as autoridades durante os anos 1990, quando diversos prejuízos foram revelados, em parte devido à legislação vigente, que permitia o cálculo subestimado das perdas, e à própria prática dos bancos, que não queriam ver sua imagem atingida pelo resultado de suas operações.

Desde os anos 1960, era permitido aos bancos provisionar parte dos recursos como proteção contra créditos duvidosos em geral, contratados por clientes com grande probabilidade de *default*, montante que poderia ser deduzido no cálculo dos tributos a serem pagos por aquelas instituições. Para chegar a este valor, os bancos poderiam utilizar como referência as perdas incorridas nos três anos anteriores, ou usar como base o valor pré-determinado pelas autoridades (a partir de 1989 determinado como 0,3% do total dos empréstimos), sendo que esta última opção era geralmente a preferida (KANAYA e WOO, 2000). O valor provisionado era, então, informado ao Ministério das Finanças, mas até 1992 não divulgado ao público. Mesmo após esta data, quando a prática foi introduzida, o montante anunciado considerava apenas tomadores falidos ou pagamentos não efetuados por mais de 180 dias. Assim, se um tomador em dificuldades tivesse duas operações, uma delas com os pagamentos em dia e outra atrasada mais que o limite, apenas a segunda era divulgada, escondendo, desta forma, parte do problema. Essas práticas dificultavam a intervenção das autoridades, pois, enquanto as operações não estivessem oficialmente com problemas, não havia justificativa para que alguma atitude fosse tomada (NAKASO, 2001).

Mesmo com as vantagens tributárias, os bancos optaram por não elevar os montantes provisionados ao longo dos anos 1990, o que poderia ter amenizado os efeitos da crise (KANAYA e WOO, 2000). Pelo contrário, adotaram outras práticas no sentido de esconder sua real situação, como renovar empréstimos que claramente não seriam pagos, oferecendo maiores prazos e menores taxas, o que o retirava do montante considerado inadimplente, prática muito utilizada pelos *City Banks* quando desempenhavam a função de *main bank*, pois não queriam que sua imagem se deteriorasse ainda mais (NAKASO, 2001). Esta situação evidenciou a carência de supervisão por parte das autoridades, que deixaram de elevar as exigências quando a crise econômica se instaurou, o que poderia ter amenizado os problemas enfrentados pelo setor bancário e aumentado a eficácia das políticas fiscal e monetária.

A partir de 1997, as autoridades alteraram as exigências, solicitando que empréstimos efetuados com instituições próximas de falir e outros credores sobre os quais pairavam dúvidas sobre o desempenho futuro fossem provisionados, tendo como base os pagamentos dos próximos três anos, ou o período adequado para cada situação. Foram também definidas as diretrizes para futuras auditorias, que seriam revisadas periodicamente, garantindo que a real situação de cada participante fosse reportada. As novas orientações resultaram em grandes prejuízos, mas também em maiores provisões, durante o exercício fiscal de 1997-98, provocando mudanças também na divulgação ao público, que passou a ser feita baseada no desempenho de cada cliente, e não mais segundo a situação da operação (NAKASO, 2001).

Uma das possíveis saídas para o problema dos créditos inadimplentes seria o levantamento de novos recursos junto ao mercado, mas essa opção se revelava cada vez mais difícil, pois o prêmio pago no lançamento de títulos nos mercados internacionais havia se elevado fortemente após a crise, tanto em função dos problemas enfrentados em seu próprio país, quanto devido às fraudes de instituições japonesas dentro do mercado norte-americano. Esta dificuldade reproduziu-se domesticamente, com o contínuo rebaixamento da classificação dos papéis pelas agências de avaliação de risco (ver Tabela 27), bem como a queda verificada no preço das ações. Em resposta, como já mencionado, os bancos agiram de forma pró-cíclica, reduzindo os novos empréstimos e optando por aplicar seus recursos em títulos públicos, o que limitou ainda mais a eficácia das políticas implantadas pelo governo, além de gerar reações defensivas por parte das famílias, que preferiram manter suas economias em dinheiro ou aplicá-las no sistema de poupança postal a depositá-las nos bancos, como pode ser visto na Tabela 28 (NAKASO, 2001).

A única solução para evitar a deterioração ainda maior da situação dos bancos era a utilização de recursos públicos, mesmo com a reação negativa enfrentada após o episódio das *junsens*. Nessa altura, porém, o governo já tinha percebido que não intervir significaria o colapso de todo o sistema, optando por injetar recursos em todos os grandes bancos, que temiam que uma operação individualizada apontasse para o mercado uma posição de fragilidade (NAKASO, 2001).

Tabela 27

Classificação de risco dos City Banks

Ano	T. - Mitsubishi	Daí-Ichi K.	Fuji	Sakura	Sanwa	Sumitomo	Tokai
1981		B	A/B		B	A/B	B
1982		B/C	A/B		B	A/B	B
1983		B/C	A/B		B	A/B	B
1984		B	B		A/B	A/B	B
1985		B	B		A/B	A/B	B/C
1986		B	B		B	B	B/C
1987		B	B		B	B	C
1988		B	B		B	B	B/C
1989		B	B		B	B	B/C
1990		B	B	B/C	B	B	B/C
1991		B	B	B/C	B	B	B/C
1992		B/C	B/C	B/C	B/C	B/C	B/C
1993		B/C	B/C	C	B/C	B/C	B/C
1994		B/C	B/C	C	B/C	B/C	B/C
1995		B/C	C	C/D	B/C	B/C	C
1996	B/C	C	C	D	C	C	C/D
1997	B/C	C	C/D	D	C	C	C/D
1998	C	D	D	D	C/D	C/D	D

Fonte: KANAYA e WOO (2000)

Tabela 28

Crescimento anual de depósitos - em %

Ano	City Banks	Cooperativas de crédito	Poupança postal
1991	-4,84	0,23	14,18
1992	-6,05	2,65	9,31
1993	1,29	3,33	7,90
1994	1,95	4,11	7,66
1995	3,03	-5,40	8,02
1996	0,06	-3,23	5,36
1997	2,86	-3,34	6,96

Fonte: KANAYA e WOO (2000)

Para lidar com os créditos inadimplentes, o governo tinha à sua disposição a *Cooperative Credit Purchasing Company*, criada em 1992, mas cuja atuação era limitada a empréstimos que possuíam imóveis como garantia. Posteriormente, e visando ampliar o volume dessas operações diante do crescimento dos créditos inadimplentes no balanço dos bancos, duas instituições foram criadas: no caso das instituições falidas, o *Resolution and Collection Bank* (RCB), que tinha autorização para adquirir estes créditos de bancos e cooperativas de crédito, visando facilitar sua incorporação por outro agente; nos demais casos, a *Resolution and Collection Corporation* (RCC), que também podia comprar esses ativos, a preço de mercado ou ao "preço justo", definido segundo o valor real dos imóveis e dos empréstimos relacionados (NAKASO, 2001).

Era uma transação meramente contábil: os bancos registravam em seus balanços o valor do desconto concedido (em torno de 55% no valor do crédito original), prejuízo que poderia ser passível de abatimento junto ao fisco, além de terem eliminado os tributos sobre os juros que seriam devidos caso os créditos continuassem em aberto. Os fundos necessários para as operações eram oriundos de empréstimos dos próprios bancos, que não requeriam o pagamento de juros durante o prazo de amortização, sendo pagos em parcela única no final do contrato, juntamente com o principal. Estima-se que em torno de 85 bilhões de dólares em créditos inadimplentes tenham sido adquiridos por este meio (TORRES FILHO, 1997). Outra iniciativa para combater este problema foi a criação de sociedades de propósitos específicos, que poderiam securitizar tais créditos. Estas iniciativas permitiram aos bancos lidar com essas operações duvidosas, que em 1999 ainda representavam 9 trilhões de ienes (NAKASO, 2001).

Até março de 2007, a DIC havia injetado recursos no montante de quase 400 bilhões de dólares, sendo que 195 bilhões haviam sido recuperados com a venda dos ativos adquiridos, após a estabilização do mercado. A RCC, que encerrou suas atividades no início de 1997 (mas que já não havia realizado qualquer operação no ano anterior), chegou inclusive a apresentar ganhos de 172% em suas operações. Em setembro de 2005, os bancos reportaram apenas 3,5% de seus empréstimos como inadimplentes, evidenciando a recuperação dos balanços do setor (NANTO, 2009).

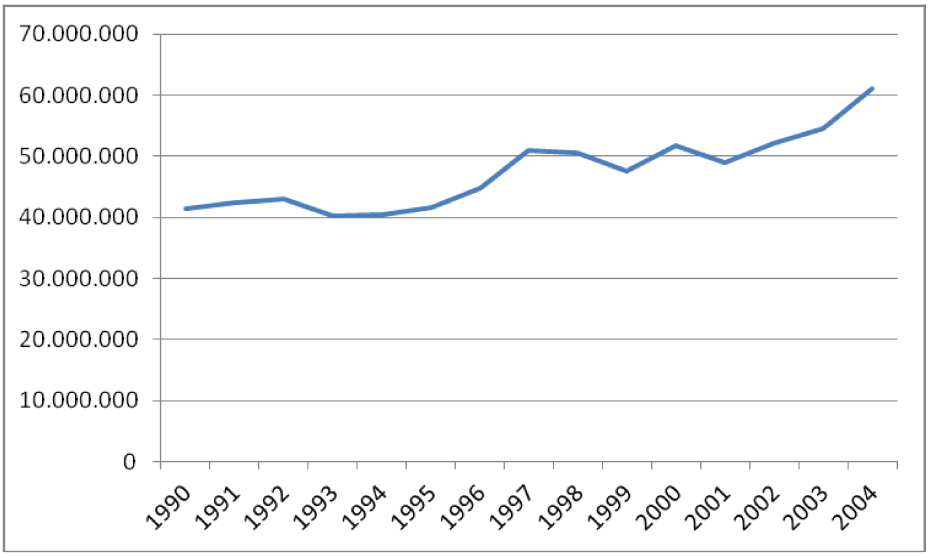
Além da função de emprestador em última instância, Minsky (1986) define uma segunda atribuição para o Banco Central, a de estabilizar o preço dos ativos em queda e, desta forma, evitar uma espiral deflacionária no mercado de capitais. Essas operações ocorreram no caso japonês, porém em caráter limitado, pois as autoridades adquiriram somente ativos "podres" ou

ações como contrapartida de injeção de capital (quando somente injetar liquidez não seria suficiente), iniciativas direcionadas para determinadas instituições, sem cobrir todo o mercado. Mesmo assim, os números apresentados acima, em especial os relacionados à RCC, mostram que estas operações revelaram-se exitosas, pois o preço dos ativos adquiridos apresentou forte recuperação, terminando inclusive por gerar ganhos ao governo.

Os novos instrumentos, aliados com as políticas monetária e fiscal ainda expansionista (a dívida pública superou 80% do PIB em 1998, enquanto a política de taxas de redesconto próximas de zero se manteve, como pode ser percebido no Gráfico 28), estabilizaram a economia japonesa, principalmente por meio da recuperação da função de intermediação financeira por parte dos bancos. As empresas e as famílias, após uma década priorizando o pagamento dos compromissos anteriores em detrimento da assunção de novas dívidas, também recuperaram sua capacidade de investir e consumir no início da década seguinte, fortalecendo a demanda interna. Todo esse cenário de expansão doméstica foi complementado pelo bom desempenho das principais economias capitalistas no período, incluindo a Ásia, o que estimulou também a recuperação das exportações japonesas, após alguns anos de maior volatilidade (ver Gráfico 29). A economia japonesa se reergueu no início dos anos 2000, auxiliada pelo bom momento vivido pela economia internacional, embora não com o vigor apresentado antes da bolha especulativa (2% em média entre 2003 e 2007) (SYED, KANG e TOKUOKA, 2009).

Gráfico 29

Evolução das exportações japonesas – em ienes



Fonte: elaboração própria a partir de dados do STATISTICS BUREAU OF JAPAN

3.5. Crise minskyana ou armadilha de liquidez?

A fraca resposta da economia diante dos estímulos da política monetária levaram Krugman (1998) a concluir que o país enfrentou uma armadilha de liquidez durante os anos 1990, em que as taxas de juros em patamar próximo de zero não foram suficientes para estimular o crescimento do PIB. O principal indicador da evidência da armadilha de liquidez é a diferença entre o aumento da base monetária e dos agregados monetários (tanto a soma de M2 e Certificados de Depósitos quanto a definição mais ampla de liquidez), que começou a ocorrer já a partir de 1993, mas se torna mais explícito após 1995 (ver Tabela 29) (AHEARNE ET AL., 2002).

Tabela 29

Indicadores financeiros selecionados - 1994 = 100

Ano	Base monetária	M2 + Certificados de depósitos	Crédito bancário
1994	100,0	100,0	100,0
1995	107,8	103,3	100,8
1996	117,0	106,5	100,6
1997	125,6	110,6	100,9

Fonte: KRUGMAN (1998)

A partir dessas constatações, Krugman (1998) defendeu que o país adotasse políticas que estimulem a inflação, pois a queda no nível de preços durante os anos 1990 anulou parcialmente os efeitos da redução das taxas de juros, fazendo com que o impacto das medidas sobre a taxa real de juros fosse pequeno, o que limitou os efeitos sobre o crescimento econômico. Entretanto, conforme demonstrado neste trabalho, a fraca resposta à política monetária expansionista do governo se deveu mais ao comportamento dos agentes, que adotaram posturas defensivas após a crise, privilegiando o pagamento das dívidas antigas à assunção de novos compromissos. Os bancos, em especial, reduziram sua disposição em emprestar, afetados pelo elevado volume de créditos inadimplentes em seus balanços.

A existência de uma armadilha de liquidez também foi questionada por Kregel (2000). Segundo este autor, Krugman (1998) se baseia nos argumentos de Irving Fisher, elaborados para a Grande Depressão de 1929. Segundo esta análise, a taxa que equilibra a poupança e o

investimento no nível de produção de pleno emprego estaria negativa, causando uma armadilha de liquidez. Apenas o maior crescimento da base monetária, ao elevar a taxa de inflação, poderia trazer essa taxa de volta ao nível de equilíbrio real. Porém, esse retorno somente seria possível se a política governamental fosse tão crível que os agentes, munidos de expectativas racionais, passassem a acreditar que o novo nível seria mantido de modo perpétuo, antecipando, desta forma, que a nova taxa de inflação também se repetiria no futuro.

O argumento contrário a esta análise, segundo Kregel, parte do próprio Keynes, ao questionar as propostas de Fischer. Segundo Keynes, não se trata do valor absoluto da taxa de juros, mas da taxa de retorno dos ativos, em especial dos bens de capital, permanecer estacionária. Se a demanda agregada não se elevar, estimulando, desta forma, o nível de investimento, de nada adianta o aumento no nível de preços, pois os empresários continuarão mantendo seus recursos em ativos líquidos, como títulos públicos. A análise de Minsky (1986) segue a mesma direção: se o preço de demanda por bens de capitais não se elevar, não se conseguirá o efeito desejado sobre o investimento e, com isso, não se logrará o crescimento da economia.

No caso japonês, portanto, não ocorreu uma armadilha de liquidez, conclui Kregel (2000), mas um equilíbrio com desemprego e demanda agregada deficiente. O motivo pelo qual a taxa de juros próxima de zero falhou em alcançar o efeito desejado no crescimento pouco tem a ver com o nível da taxa de juros real em si, o que inviabilizaria a sugestão de criação de inflação proposta por Krugman (1998), mas com a elevada preferência pela liquidez por parte das famílias e das empresas, que priorizaram o pagamento de dívidas assumidas em momentos anteriores à assunção de novos compromissos, da mesma forma que os bancos optaram por aplicar seus recursos em ativos seguros a emprestá-los por meio de crédito, pois seus balanços ainda estavam deteriorados pelo extenso volume de pagamentos inadimplentes. O Banco do Japão deveria, então, influenciar a curva de rendimentos dos bens, tanto de capital quanto de consumo, de modo a estimular o aumento da produção e do investimento.

A partir das análises descritas acima, é possível concluir que a crise japonesa não teve como causa principal uma armadilha de liquidez. Mesmo que ela tenha ocorrido em algum momento, principalmente durante os anos 1990, foi apenas reflexo do movimento mais geral, que possui elementos da hipótese da instabilidade financeira desenvolvida por Minsky.

3.6. Considerações finais

Em menos de dez anos, a economia japonesa passou de um forte dinamismo para uma profunda estagnação, provocada principalmente pela crise bancária que atingiu o país a partir de 1997, mas cujas origens podem ser traçadas desde meados dos anos 1970. A mudança no comportamento dos principais agentes, ao mesmo tempo reflexo e motor do processo de desregulação interna e externa dos mercados financeiros japoneses, levou à assunção de maiores riscos pelos bancos, empresas e famílias, processo que alimentou a bolha especulativa do final dos anos 1980. Estimulados pelos ganhos oriundos da aceleração dos preços dos ativos, em especial as ações e os imóveis, as famílias e, em menor medida, as empresas passaram a assumir novas dívidas, as quais não puderam pagar quando a bolha estourou, e os ganhos dela decorrentes se exauriram. Os bancos foram os principais atingidos, ao não receber os pagamentos pelos empréstimos, e não conseguir recuperar o valor nas garantias, geralmente imóveis, cujos preços estavam em queda.

Embora as medidas implementadas pelo emprestador em última instância e pelo Grande Governo tenham estabilizado a economia japonesa, evitando um processo maior de deflação de dívidas que deterioraria ainda mais o PIB japonês, existem questionamentos a respeito da magnitude e do momento em que elas foram adotadas. Após o estouro da bolha de ativos no início dos anos 1990, as autoridades econômicas reduziram as taxas de redesconto, que chegaram a níveis próximos de zero, e ampliaram os gastos públicos, na tentativa de estimular a demanda e sustentar a renda. Porém, a existência de uma rede de proteção de depósitos deficiente (na prática substituída por acordos informais entre as autoridades e as instituições bancárias desde os anos 1960) dificultou a ação do Banco do Japão, retardando a adoção de medidas mais eficazes em relação aos créditos inadimplentes no balanço dos bancos.

A análise misnkyana, tendo como base a hipótese da instabilidade financeira, pode ser utilizada para explicar as razões que levaram à crise, bem como as políticas adotadas para tentar superá-la. Após os problemas que surgiram no início dos anos 1990, os agentes passaram a adotar posturas defensivas, que dificultaram ainda mais a recuperação, demandando atitudes mais firmes por parte do governo. Inicialmente, as medidas tomadas se concentraram no aumento do gasto público, que se revelou pouco eficaz diante da grave inadimplência dos pagamentos: os agentes

usavam os recursos para pagar as dívidas, mas evitavam contrair novos compromissos, ao mesmo tempo em que os bancos também restringiam sua oferta de crédito. Apenas quando o Banco do Japão agiu como emprestador em última instância, fornecendo liquidez para as instituições bancárias em troca dos créditos inadimplentes, a situação destes agentes se normalizou.

CONCLUSÕES

O presente trabalho procurou argumentar que a crise que atingiu a economia japonesa durante os anos 1990 pode ser analisada a partir do arcabouço teórico desenvolvido por Minsky, em especial a sua Hipótese da Instabilidade Financeira. Nesta mesma linha, procurou-se mostrar que a crise eclodiu a partir de determinantes internos à própria economia, com destaque particular para as mudanças no comportamento dos principais grupos de agentes a partir da desregulação do mercado financeiro nos anos 1970 e 1980, mesmo que alguns fatores externos tenham acelerado o processo.

O momento vivido pela economia estadunidense na crise dos anos 1970, que Minsky usou como base principal para desenvolver sua teoria, possui semelhanças com a dinâmica da crise japonesa, em particular no que se refere à importância do crédito bancário e à fragilização da postura dos principais agentes, principais responsáveis em transformar um cenário estável em uma crise. Assim como na teoria minskyana, os agentes japoneses se aproveitaram da maior disposição dos bancos a emprestar para assumir maior volume de dívidas, acreditando que o bom desempenho dos ativos seria mantido se nos momentos posteriores. Da mesma forma, a queda em seus preços afetou a capacidade de pagamento dos compromissos assumidos, transformando posturas *hedge* e especulativas em Ponzi, fazendo com que fosse necessário o refinanciamento das dívidas. Durante a crise, porém, os bancos mostraram-se pouco dispostos a conceder empréstimos, obrigando as autoridades econômicas a intervir, nas figuras do *Big government* e do *Big bank*.

A semelhança entre os dois casos possibilita a aplicação da teoria minskyana na análise da crise japonesa, embora nem todos os elementos tenham a mesma importância, em razão das particularidades de cada economia e do período em que cada uma das crises ocorreu. A importância dos mercados de capitais no Japão, em particular, não está presente no caso estadunidense com tanto destaque, tendo a análise de Minsky se concentrado no endividamento das empresas para a aquisição de ativos instrumentais. Embora essa dinâmica possa ser adaptada para outros agentes (como as famílias) e outros fins (como a aquisição de ativos financeiros), as consequências desses movimentos exigem maior cuidado na análise: o efeito da valorização dos

preços dos ativos e seus reflexos na capacidade de contratação de dívidas junto às instituições financeiras (o chamado efeito-riqueza) aceleram o processo de endividamento, tornando os detentores dos ativos "reféns" de um contínuo aumento dos preços, sem o qual não seria possível o pagamento das dívidas assumidas. A formação de uma bolha especulativa nesses mercados, embora não tenha sido objeto de análise de Minsky, é compatível com sua teoria, da mesma forma que uma de suas consequências, a crise bancária.

Embora os bancos tenham desempenhado papel central em ambas as crises, o comportamento das instituições bancárias foi diferenciado. No caso estadunidense, o direito de origem comum (*common laws*) permitia a introdução de inovações financeiras sem necessidade de autorização prévia das autoridades econômicas. Assim, os bancos possuíam maior liberdade para seguir o movimento descrito por Minsky, burlando as medidas contracionistas adotadas pelo governo na tentativa de conter a demanda por crédito e dando sobrevida à fase ascendente do ciclo. Por esse motivo, na teoria minskyana essas inovações ocorrem em momentos de demanda aquecida por crédito, quando a taxa de juros se eleva.

No caso japonês, em contrapartida, os bancos eram regidos pelo direito romano, que requer autorização prévia das autoridades econômicas para que inovações financeiras entrem em vigor, processo que limitou as oportunidades de lucros das instituições bancárias japonesas, dificultando também sua recuperação no momento da crise. As autoridades reguladoras japonesas possuíam, então, papel muito mais importante que suas correspondentes estadunidenses.

A existência dessas diferenças leva a uma reflexão importante: é realmente possível explicar a crise japonesa a partir da teoria minskyana? O presente trabalho procurou mostrar que essa análise é possível, pois os principais elementos dessa teoria estão presentes na crise japonesa e as adaptações decorrentes da particularidade deste caso não modificam os argumentos centrais. Em especial, o movimento traçado pelos principais agentes, passando de posturas *hedge* para especulativa e Ponzi, está presente em ambos os casos, assim como as figuras do *Big government* e do emprestador em última instância. A endogeneidade da crise, que se desenha a partir das decisões dos próprios agentes em cenário de estabilidade, é outro elemento que aproxima as duas análises, diferenciando-as das explicações que atribuem maior importância a fatores exógenos.

Seguindo essa mesma linha de raciocínio, podemos perguntar o que Minsky recomendaria às autoridades econômicas japonesas de modo a evitar que um episódio semelhante volte a ocorrer. As propostas seriam possivelmente semelhantes às desenvolvidas após a crise

estadunidense dos anos 1970, centradas no fortalecimento da regulação. Em particular, as medidas adotadas para proteger os depositantes precisam ser melhor desenvolvidas, tanto no sentido de aumentar as reservas de contingência quanto obrigar os bancos a elevar a transparência de suas operações inadimplentes. O próprio controle por parte das autoridades precisa ser intensificado, e a ampliação do quadro de funcionários e do volume de recursos disponíveis na DIC (*Deposit Insurance Corporation)* facilitam a adoção de medidas com esse intuito. Não se pode mais permitir que os bancos se auto regulem, sem que haja o acompanhamento e avaliação das medidas tomadas por parte do governo.

Apesar de argumentar a favor da possibilidade da aplicação da teoria minskyana para a análise da crise japonesa, este trabalho não possui a ousadia de afirmar que esta seja a única explicação possível para essa crise, mas procurou mostrar como se desenvolveram no país comportamentos que se assemelham aos elementos contidos nessa teoria. Visões alternativas também podem lançar luz em fatores ausentes ou pouco enfatizados na abordagem de Minsky, que enriqueceriam as conclusões assumidas. Mesmo tomando como base o mesmo referencial teórico, existem outras questões que poderiam ser abordadas, como o início de uma nova fase de crescimento, conforme proposto por Minsky (1986), que ocorreria depois que a maioria dos agentes retornasse à posição *hedge*. No caso japonês, porém, a crise financeira que se iniciou nos Estados Unidos em 2007 e os desastres naturais de 2011 impossibilitaram que a economia seguisse esse rumo.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AHEARNE, A. ET AL. (2002). "Preventing deflation: lessons from Japan´s experience in the 1990s". Board of Governors of the Federal Reserve System. *International Finance Discussion Papers*, n. 729. Disponível em http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2002/729/ifdp729.pdf, acesso em 20/01/2014.

AOKI, M. (1998). "Unintended fit: organizational evolution and government design of institutions in Japan". *In*: AOKI, M., KIM, H. e OKUNO-FUJIWARA, M. *The role of the government in East Asian economic development: comparative institutional analysis*. New York: Oxford University Press..

AOKI, M. et al. (2009). "The role of government in facilitating TFP growth during Japan´s rapid growth era". *CIRJE Discussion Papers* n. 622, University of Tokyo, disponível em http://ideas.repec.org/p/tky/fseres/2009cf622.html, acesso em 15/11/2013.

AOKI, M., PATRICK, H. e SHEARD, P. (1995). "The Japanese main bank system: an introductory overview". *In*: AOKI, M. e PATRICK, H. *The Japanese main bank system: its relevance for developing and transforming economies*. New York: Oxford University Press.

BANCO MUNDIAL. World Databank. Disponível em http://databank.worldbank.org/data/views/reports/tableview.aspx, acesso em 04/04/2014.

BELLOFIORE, R. e FERRI, P (2001). "Introduction: things fall apart, the centre cannot hold". *In*: BELLOFIORE, R. e FERRI, P. [ed.]. *Financial fragility and investment in the capitalist economy: the economic legacy of Hyman Minsky*, Volume II. Cheltenham, UK: Edward Elgar.

BELLOFIORE R., HALEVI, J. e PASSARELLA, M. (2010). "Minsky in the "new" capitalism: the new clothes of the financial instability hipotesis". In: PAPADIMITRIOU, D. B. e WRAY, L. R. *The Elgar Companion to Hyman Minsky*. Cheltenham, UK: Edward Elgar.

BORIO, C. e LOWE, P. (2002) "Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus". *BIS Working Papers n. 114*. Disponível em http://www.bis.org/publ/work114.pdf, acesso em 20/01/2014.

BRAGA, J. C. (1997) "Financeirização global — o padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo". *In:* Tavares, M. C. e Fiori, J. L. (org.). *Poder e Dinheiro: Uma Economia Política da Globalização.* Petrópolis, RJ: Vozes.

CANUTO, O. (1999). "Crise e americanização das finanças japonesas". *Texto para Discussão n. 89*. Campinas: IE/UNICAMP. Disponível em http://www.eco.unicamp.br/index.php/textos, acesso em 20/01/2014.

CARVALHO, F. C. de [ET AL.] (2000). *Economia monetária e financeira: teoria e prática*. Rio de Janeiro: Elsevier.

CHOW, P. C. Y. e FOSTER, K. R. (2010). "Liquidity traps or Minsky crises: a critical review of the recent U. S. recession and Japan´s Hensei recession in the 1990s". *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 32, n. 04.

COUTINHO, L. e BELLUZZO, L. G. (1996). "Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas". *Economia e Sociedade*, v. 5, n. 2.

COUTINHO, L. e BELLUZZO, L. G. (1998) "Financeirização" da riqueza, inflação de ativos e decisões de gastos em economias abertas". *Economia e Sociedade*, n. 11, p. 137-150.

CROTTY, J. (1994). “Are Keynesian uncertainty and macrotheory compatible? Conventional decision making, institutional structures, and conditional stability in Keynesian models”. *In*: DYMSKI, G. e POLLIN, R. *New perspectives in monetary macroeconomics: explorations in the tradition of Hyman P. Minsky*. Ann Harbor: University of Michigan Press.
DYMSKI, G. A. (2010). “A spatialized approach to asset bubbles and Minsky crisis”. In: PAPADIMITRIOU, D. B. e WRAY, L. R. *The Elgar Companion to Hyman Minsky*. Cheltenham, UK: Edward Elgar.
FAHRI, M. (2013). “Estados e mercados na crise financeira”. VI Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira.
FEDERAL RESERVE BANK. *Federal Reserve Economic Data*. Disponível em http://research.stlouisfed.org/fred2/, acesso em 20/01/2014.
FERREIRA, C. K. L., FREITAS, M. C. P. de e SCHWARTZ, G. (1998). “Formato Institucional do Sistema Monetário e Financeiro: um estudo comparado”. In: FREITAS, M. C. P. de e CINTRA, M. A. M. (org.). *Transformações Institucionais dos Sistemas Financeiros: um estudo comparado*. São Paulo: FUNDAP/FAPESP.
GOTO, A. (1993). “Technology importation: Japan´s postwar experience”. *In*: TERANISHI, J. e KOSAI,Y. (ed.). *The Japanese experience of economic reforms*. Tokyo: Japan Center for Economic Research.
HAYASHI, F. (1986). “Why is Japan´s saving rate so apparently high?”. In: FISCHER, S. (ed.). NBER macroeconomics annual, v. 1. MIT Press.
HELLEINER, E. (1994). *States and the reemergence of global finance: from Bretton Woods to the 1990s*. Washington: Cornell University Press.
HENNING, C. R. (1994). *Currencies and politics in the United States, Germany and Japan*. Washington: Institute for International Economics.
INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF) (1993). *The East Asian miracle: economic growth and public policy*. New York: Oxford University Press.
ISHI, H. (1999). “The role of government in the postwar growth process of Japan”. *Journal of Asian Economics*, v. 10, p. 65-90.
JOHNSON, C. (1985). “The institutional foundations of Japanese industrial policy”. *California Management Review*, v. XXVII, n. 4.
KANAYA, A. e WOO, D. (2000). The japanese banking crisis of the 1990s: sources and lessons. *IMF Working Paper n. 07*. Disponível em http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2000/wp0007.pdf, acesso em 20/01/2014.
KEYNES, J. M. (1936). *The general theory of employment, interest and money*. New York, NY: Harcourt, Brace.
KEYNES, J. M. (1937). “The general theory of employment”. *Quarterly Journal of Economics*, v. 51, p. 209 – 233.
KINDLEBERGER, C. P. (2000) *Manias, pânicos e crashes: um histórico das crises financeiras*. Rio de Janeiro: Nova Fronteira.
KREGEL, J. A. (1997). “Margins of safety and the weight of the argument in generating financial fragility”. *Journal of Economic Issues*, v. XXXI, n. 2, p.543 - 548, Jun.
KREGEL, J. A. (1998). “Yes “it” did happen again - a Minsky crisis happened in Asia”. Jerome Levy Economics Institute, *Working Paper n. 234*.
KREGEL, J. A. (2000) “Krugman on the Liquidity Trap: why inflation won´t bring recovery in Japan”. *Economia*, v. 1, n. 1, p. 39-58, jan.

KREGEL, J. (2008). Minsky's cushions of safety: systemic risk and the crisis in the U.S. subprime mortgage market. *Public Policy Brief* (The Levy Institute of Bard College), n. 93.
KRUGMAN, P. (1998) "It´s baaack: Japan´s slump and the return of the liquidity trap". *Brookings Papers on Economic Activity, n. 2*. Disponível em http://www.brookings.edu/~/media/Files/Programs/ES/BPEA/1998_2_bpea_papers/1998b_bpea_krugman_dominquez_rogoff.pdf, acesso em 20/01/2014.
LAPLANE, M. F. e SILVA, A. L. G. da (1989). "Japão: aspectos estruturais e de política industrial". *In*: SUZIGAN, W. et al. *Reestruturação industrial e competitividade internacional*. São Paulo: SEADE.
LAZONICK, W. e O`SULLIVAN, M. (2000). "Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance". *Economy and Society*, v. 29, n. 1, p. 13 - 35, fev.
LEVI, M. L. (1996). *O sistema de financiamento das empresas japonesas: a estrutura montada no segundo pós-guerra e os impactos da liberalização financeira da década de 80*. Dissertação de Mestrado. Campinas: IE/UNICAMP.
LEVI, M. L. (1998). "O sistema financeiro japonês no pós-guerra e sua desregulamentação nos anos 80". *In*: FREITAS, M. C. P. de & CINTRA, A. C. M. (org.). *Transformações Institucionais dos Sistemas Financeiros: um estudo comparado*. São Paulo: Fundap.
LOWE, J. (2003). Decline and fall: Japan´s descent. JP Morgan Fleming Asset Management. *Investiment Insight Series*. Disponível em https://www.jpmorgan.com/cm/BlobServer?blobkey=id&blobwhere=1158630088646&blobheader=application%2Fpdf&blobcol=urldata&blobtable=MungoBlobs, acesso em 20/01/2014.
MEDEIROS, C. A. de. (1997). "Globalização e a inserção internacional diferenciada da Ásia e América Latina". In: TAVARES, M. da C. & FIORI, J. L. (org.). *Poder e Dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Vozes.
MILHAUPT, C. J. (1999). "Japan´s experience with deposit insurence and failing banks: implications for financial regulatory design?". Institute for Monetary and Economic Studies - Bank of Japan, *Discussion Paper Series n. 99 - E-8*. Disponível em http://www.imes.boj.or.jp/research/papers/english/99-E-08.pdf, acesso em 20/01/2014.
MIYAZAKI, Y. (1967). "Rapid economic growth in post-war Japan: with special reference to "excessive competition" and the formation of "keiretsu"". *The Developing Economies*, v. 5, p. 329-350.
MINSKY, H. P. (1957). "Central banking and money market changes". *In*: MINSKY, H. *Can "it" happen again? Essays on instability and finance*. Armonk, NY: M. E. Sharpe Inc, 1982.
MINSKY, H. P. (1963). "Can "it" happen again?" *In*: MINSKY, H. *Can "it" happen again? Essays on instability and finance*. Armonk, NY: M. E. Sharpe Inc, 2011.
MINSKY, H. P. (1964). "Financial crisis, financial systems and the performance of the economy". *In: Private Capital Markets*. Comission on Money and Credit Research Study. New Jersey: Prentice Hall.
MINSKY, H. P. (1975). *John Maynard Keynes*. Trad. Brasileira. Campinas: SP, Editora da Unicamp, 2011.
MINSKY, H. P. (1980). "Finance and profits: the changing nature of American business cycles". *In*: MINSKY, H. *Can "it" happen again? Essays on instability and finance*. Armonk, NY: M. E. Sharpe Inc, 1982.
MINSKY, H. P. (1986) *Stabilizing an unstable economy*. New Haven, London: Yale University Press.

MINSKY, H. P. (1996). "Uncertainty and the institutional structure of capitalist economies: remarks upon receipt of the Veblen-Commons Award". *Journal of Economic Issues*, v. 30 (2), p. 357-368.
MINSKY, H. P. e WHALEN, C. J. (1997). "Economic insecurity and the institutional prerequisites for successful capitalism". *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 19 (2), p. 155-170, jan.
MORI, N., SHIRATSUKA, S. e TAGUCHI, H. (2000). "Policy responses to the post-bubble adjustments in Japan: a tentative review". Institute for Monetary and Economic Studies - Bank of Japan, *Discussion Paper Series, n. 2000 - E- 13*. Disponível em http://www.imes.boj.or.jp/research/papers/english/00-E-13.pdf, acesso em 20/01/2014.
NAKASO, H. (2001). "The financial crisis in Japan during the 1990s: how the Bank of Japan responded and the lessons learnt". *BIS papers no. 6*. Disponível em http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap06.pdf, acesso em 20/01/2014.
NANTO, D. K. (2009). "The global financial crisis: lessons from Japan´s los decade in the 1990s". *Congressional Research Service*. Disponível em http://fpc.state.gov/documents/organization/125542.pdf, acesso em 20/01/2014.
NASICA, E. (2010) "Rational and innovative behaviors at the core of financial crises: banking in Minsky´s theory". *In*: PAPADIMITRIOU, D. B. e WRAY, L. R. *The Elgar Companion to Hyman Minsky*. Cheltenham, UK: Edward Elgar.
OKAZAKI, T. (1995). "The evolution of the financial system in post-war Japan". *Business History*, n. 37, v. 2, p. 70-88.
OKAZAKI, T. (1998). "The government-firm relationship in postwar japanese economic recovery: resolving the coordination failure by coordination in industrial rationalization". *In*: AOKI, M., KIM, H. e OKUNO-FUJIWARA, M. *The role of the government in East Asian economic development: comparative institutional analysis*. New York: Oxford University Press.
OKINA, K., SHIRAKAWA, M. e SHIRATSUKA, S. (2001). "The asset price bubble and monetary policy: Japan´s experience in the late 1980s and the lessons". *Monetary and Economic Studies* (Special Edition): Fev. Disponível em http://www.imes.boj.or.jp/research/papers/english/me19-s1-14.pdf, acesso em 20/01/2014.
PRATES, D. M. (2002). Crises financeiras dos países "emergentes": uma interpretação heterodoxa. Tese de doutoramento. Campinas: Unicamp.
PRATES, D. M. (2014). "How to evaluate financial regulation of Brazil" (chapter 18). *In*: Bresser-Pereira, L.C.; Kregel, J; Burlamaqui, L. (orgs.). *Financial Stability and Growth.* Londres: Routlege.
PRATES, D. M. e FAHRI, M. (2011). "O sétimo estágio de desenvolvimento do sistema bancário". IV Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira (AKB), Rio de Janeiro. Disponível em http://www.ppge.ufrgs.br/akb/encontros/2011/54.pdf, acesso em 16/05/2013.
RAUPACH-SUMIYA, J. (2000). "Reforming Japan´s governance system: will the markets gain control?". Deutsches Intitut für Japanstudien *Working Paper 00/2*. Tokio. Disponível em http://www.dijtokyo.org/doc/WP_00-2.pdf, acesso em 15/03/2013.
SHEARD, P. (1997). "Keiretsu, competition and market access". *In*: GRAHAM, E.M. e RICHARDSON, J. D. (ed.). *Global Competition Policy*. Washington: Institute for International Economics.
SHIRATSUKA, S. (2003). "Asset price bubble in Japan in the 1980s: lessons for financial and macroeconomic stability". Institute for Monetary and Economic Studies - Bank of Japan,

Discussion Paper Series, n. 2003 - E- 15. Disponível em http://www.imes.boj.or.jp/research/papers/english/03-E-15.pdf, acesso em 20/01/2014.
SCHWARTZ, G. (1990). *Japão de olhos abertos: evolução financeira e políticas econômicas nos últimos cem anos*. Trad. Rolf Traeger. São Paulo: Nobel.
STATISTICS BUREAU OF JAPAN. *Historical Statistics of Japan*. Disponível em http://www.stat.go.jp/english/data/chouki/, acesso em 15/11/2013.
SYED, M., KANG, K. e TOKUOKA, K. (2009). ""Lost decade" in translation: what Japan´s crisis could portend about recovery from the great recession". *IMF Working Paper 282*. Disponível em http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp09282.pdf, acesso em 20/01/2014.
TAKAYAMA, N. e KITAMURA, Y. (1994). "Household saving behavior in Japan". *In*: POTERBA, J. E. (ed.). *International comparisions of household saving*. University of Chicago Press.
TAVARES, M. da C. et al. (1991). *Japão: um caso particular de capitalismo organizado*. Brasília: IPEA/CEPAL.
TERANISHI, J. (1993). "Financial sector reform after the war". *In*: TERANISHI, J. e KOSAI,Y. (ed.). *The Japanese experience of economic reforms*. Tokyo: Japan Center for Economic Research.
TISHEHYAR, M. (2011). "Energy security approaches in Japan´s foreign policy toward the two oil shocks (1973 and 1979)". *International Politics, v. 4, n. VII*. Disponível em http://www.int-politics.com/Articles/No7/Mandana%20Tishehyar.pdf, acesso em 20/01/2014.
TORRES FILHO, E. T. (1991). *A economia política do Japão: reestruturação econômica e seus impactos sobre as relações nipo-brasileiras (1973-1990)*. Tese de Doutoramento. Rio de Janeiro: UFRJ.
TORRES FILHO, E. T. (1997). "A crise da economia japonesa nos anos 90 e a retomada da hegemonia americana". In: TAVARES, M. da C. & FIORI, J. L. (org.). *Poder e Dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Vozes.
TYMOIGNE, E. (2010). "Minsky and economic policy: 'Keynesianism' all over again?" *In*: PAPADIMITRIOU, D. B. e WRAY, L. R. *The Elgar Companion to Hyman Minsky*. Cheltenham, UK: Edward Elgar.
Wray, L. R. (2007a). Lessons from the Subprime Meltdown. *The Levy Economics Institute Working Paper 522*.
WRAY, L. R. (2007b). "Minsky's approach to employment policy and poverty: the employer of last resort and the war on poverty". Levy Economics Institute*, Working Paper n. 515*.