

Liberalização financeira, bolha especulativa e crise bancária no Japão

*Financial liberalization, speculative bubble and
banking crisis in Japan*

MARIA LUIZA LEVI*

RESUMO: Este artigo examina o ambiente institucional do sistema financeiro japonês e seu papel na bolha dos preços dos ativos e na crise financeira. O processo de desregulamentação da década de 80 eliminou diversas regras que antes eram utilizadas pelo governo para monitorar o crescimento econômico por meio de políticas monetárias e de crédito. Os bancos voltaram-se para operações mais arriscadas e, em um período de baixas taxas de juros, contribuíram para impulsionar a liquidez para os setores especulativos, que estavam no centro da bolha de ativos. A mudança na política monetária acabou com a alta dos preços dos ativos e resultou na inadimplência de muitos tomadores de empréstimos. Desde 1991, o setor bancário japonês tenta absorver o enorme volume de empréstimos inadimplentes de sua carteira relacionados a esse processo.

PALAVRAS-CHAVE: Crise bancária; liberalização; desregulamentação; globalização.

ABSTRACT: This paper examines the institutional environment of the Japanese financial system and its role in the asset price bubble and financial crisis. The deregulation process of the 80s eliminated various rules that had previously been used by the government to monitor the economic growth through monetary and credit policies. Banks turned to more risky operations and, under a period of low interest rates, contributed to drive liquidity to speculative sectors, which were at the center of the asset bubble. The change in monetary policy put an end to the rise of asset prices and resulted in default of many borrowers. Since 1991 the Japanese banking sector is trying to absorb the huge volume of non-performing loans of its portfolio related to this process.

KEYWORDS: Bank crisis; liberalization; deregulation; globalization.

JEL Classification: F65; G18; G21.

* Assessora econômica da Secretaria da Fazenda do Estado de São Paulo, São Paulo/SP, Brasil. E-mail: levi.maria@ufabc.edu.br

1. INTRODUÇÃO

Recentemente os onze maiores bancos comerciais japoneses anunciaram o provisionamento de US\$ 47 bilhões para créditos duvidosos para o ano fiscal que terminou em março de 1996, registrando uma perda conjunta de US\$ 16,4 bilhões, a maior de sua história. Estima-se que as provisões correspondam a um terço do total de empréstimos *non-performing* reconhecidos por esse grupo de instituições, cerca de US\$ 117 bilhões. As perdas recorde dos grandes bancos comerciais japoneses constituem uma entre muitas manifestações da crise financeira que se instaurou no Japão há mais de cinco anos e que colocou o país num longo período de estagnação econômica. Para o conjunto do sistema bancário, o governo já reconheceu oficialmente que os empréstimos de difícil retorno são estimados em cerca de US\$ 500 bilhões (*Financial Times*, 26/5/1996).

Este artigo procura mostrar que a crise financeira do Japão foi fruto da conjugação entre um determinado ambiente institucional que surgiu a partir da desregulamentação financeira ocorrida no país durante os anos 80 e o contexto internacional emergente na segunda metade da década, que consolidou a expectativa de valorização do iene frente ao dólar. Essa combinação de fatores criou o cenário propício para o surgimento de um intenso processo especulativo nos mercados de ações e imóveis que envolveu de maneira profunda o sistema bancário japonês.

A segunda seção traz um resumo das mudanças na forma de atuação das empresas e bancos japoneses ocorridas sob a fase de desenvolvimento que se inaugurou com a década de 80. Na terceira seção procura-se mostrar alguns elementos característicos do arranjo institucional que se formou a partir da liberalização financeira e que formou a base do movimento especulativo que se seguiu. Na quarta seção faz-se uma descrição das várias etapas da bolha especulativa que atingiu os mercados de ações, bônus e imóveis. A quinta seção analisa alguns desdobramentos da bolha especulativa sobre os fluxos de capitais do Japão com o exterior. A sexta seção traz comentários sobre o desfecho do processo especulativo e o impacto sobre o sistema bancário. Finalmente a sétima seção apresenta as considerações finais sobre a crise.

2. ANTECEDENTES HISTÓRICOS

A década de 80 marcou a maturidade do sistema produtivo japonês em dois sentidos. Em primeiro lugar, o ritmo de crescimento do país se estabilizou num patamar mais próximo ao de uma economia desenvolvida (em torno de 4% ao ano). A desaceleração econômica representou um forte contraste com o período do pós-guerra, quando ocorreu o chamado milagre japonês (1955-1970), em que chegaram a ser registradas taxas de crescimento superiores a 10% ao ano. Ao mesmo tempo, os anos 80 assistiram à consolidação da autossuficiência do Japão no plano externo, com a geração de superávits comerciais contínuos e crescentes por parte do país.

A maturidade da esfera produtiva trouxe consigo elementos que colocaram em

xeque o papel do sistema financeiro do Japão, cuja lógica de funcionamento estava predominantemente atrelada ao contexto econômico do pós-guerra.

O desenho institucional do sistema, baseado numa rígida estrutura regulatória, privilegiava fortemente o uso do crédito bancário em oposição ao financiamento através dos mercados de *securities*, em que o acesso se dá diretamente pelo tomador. Além disso, não havia possibilidade de utilização de fontes de financiamento no exterior em função da proibição expressa das autoridades japonesas nesse sentido até o início dos anos 80. Nessas circunstâncias, as empresas encontravam-se numa posição de grande dependência junto aos bancos no que se refere às alternativas de obtenção de recursos, ainda mais considerando-se o contexto de elevados volumes de investimentos que marcou o período do milagre.

Em compensação, as corporações podiam contar com a continuidade do fluxo de financiamento em função da estreita ligação entre bancos e empresas, típica dos grupos empresariais japoneses. O instrumento básico de endividamento eram empréstimos de curto prazo concedidos por bancos comerciais, mas havia garantias implícitas de que os créditos seriam renovados automaticamente (Torres, 1991, p. 260). Dessa forma, através do alongamento dos empréstimos de curto prazo das corporações, o sistema bancário assegurava o suporte financeiro de projetos de investimento com longos prazos de maturação. Ao mesmo tempo, a empresa-cliente era levada a manter recursos aplicados no banco a título de reciprocidade, e sua própria gestão financeira ficava sujeita ao monitoramento por parte da instituição (Suzuki, 1986, p. 20).

A partir de meados dos anos 70, as corporações japonesas desaceleraram seu ritmo de investimento, o que diminuiu suas necessidades de recursos. Isso abriu espaço para que se reduzisse a participação dos empréstimos bancários em suas fontes de financiamento, alterando a posição que ocupavam em sua relação com o sistema bancário. Esse processo ganhou força nos anos 80 não apenas em função dos elevados níveis de rentabilidade das empresas durante a década, que significaram intensificação da capacidade de geração interna de recursos, mas principalmente por conta do surgimento de canais alternativos de financiamento decorrente do processo de liberalização financeira. Como pode ser visto pela Tabela 1, em termos de fluxos o crédito bancário teve uma participação reduzida no total das fontes de recursos até 1989, ocorrendo até mesmo redução do estoque de endividamento junto aos bancos em alguns anos. Em contrapartida, a participação das fontes de recursos ligadas ao mercado de *securities* manteve-se bastante significativa durante esse período.

Tabela 1: Fontes de financiamento das empresas japonesas
(participação relativa no total das fontes) (em%)

Fonte/Ano	1978/82	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
1. Recursos Internos	48,9	46,0	58,2	59,1	82,6	63,3	45,9	36,0	61,6	63,7
2. Recursos Externos	51,0	54,0	41,8	40,9	17,4	36,7	54,1	64,0	38,4	36,3
Empréstimos	18,0	20,3	0,6	32,8	16,8	-11,3	6,1	9,6	6,5	21,1
Bônus	1,2	4,4	5,8	6,7	13,6	8,7	8,2	13,1	4,9	8,0
Ações	6,9	6,6	8,4	10,5	9,8	14,7	12,0	14,0	8,6	6,2
Créditos Comerc.	14,1	17,9	14,0	-1,2	-22,8	8,9	16,1	15,5	11,0	-10,3
Outros	10,8	4,8	12,8	4,3	0,0	15,6	11,6	11,6	7,3	11,2
Total(%)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Total (trilhões de ienes)	19,2	22,5	21,6	23,4	14,8	23,6	37,2	53,4	31,1	30,0

Fonte: OECD, Financial Accounts of OECD Countries: Japan (vários números).

Nota: variação de estoques (valores negativos indicam redução de estoque de endividamento).

A redução do crédito bancário entre as fontes de recursos das corporações japonesas significou menor influência dos bancos sobre sua gestão financeira. As instituições perderam espaço para outros segmentos do sistema financeiro, tanto no que se refere ao financiamento das empresas como em relação a suas aplicações financeiras. Em resposta a esse novo contexto, os bancos empreenderam profundas mudanças em sua estratégia de atuação. Em grande medida sob o amparo do processo de liberalização financeira, as instituições diversificaram os ramos de atuação, ampliando os tipos de operações e o espectro de clientes na tentativa de buscar novas fontes de rentabilidade, seja no mercado doméstico, seja no sistema financeiro internacional.

No que se refere à sua atuação no exterior, os anos 80 assistiram a um intenso crescimento da presença das instituições financeiras japonesas nos principais centros financeiros internacionais, o que as levou a ocupar os primeiros lugares no ranking das maiores instituições do mundo. De acordo com Takeda & Turner (1992, p. 82), entre o final de 1983 e o final de 1990, os ativos internacionais dos bancos reportados pelo BIS foram multiplicados por três, de US\$ 2,1 bilhões para US\$ 6,2 bilhões. Até 1989, os bancos japoneses haviam praticamente dobrado sua participação nesse total (de 21% para 38%), mas, a partir de então, sua parcela começou a cair, atingindo, no início de 1992, a posição de 1986 (30%).

Particularmente relevante foi a presença dos bancos japoneses nos mercados internacionais de emissão de títulos. Simultaneamente à flexibilização das emissões de bônus no exterior por parte das empresas domésticas, o governo japonês abriu o espaço competitivo entre bancos e instituições especializadas na subscrição, corretagem e distribuição de títulos (*securities companies*) no sistema financeiro internacional, permitindo que realizassem operações que permaneceram proibidas nos mercados domésticos. Esse processo criou condições para que os grandes bancos japoneses recuperassem parte do terreno perdido junto a seus principais clientes,

através da possibilidade de intermediação do endividamento direto das empresas no exterior (Osugi, 1990, pp. 43-4).

No sistema financeiro doméstico, a nova estratégia de atuação dos bancos envolveu, entre outros movimentos, grandes alterações em sua carteira de empréstimos. Em primeiro lugar, os bancos comerciais começaram a invadir o mercado de empréstimos de longo prazo. Até então, esse segmento havia se mantido restrito aos bancos de longo prazo, instituições que se financiam através da emissão de debêntures de prazos de cinco e sete anos. A Tabela 2 mostra como os empréstimos com prazo superior a um ano foram ganhando espaço no ativo dos bancos comerciais.

Tabela 2: Empréstimos com prazo superior a um ano das carteiras dos bancos japoneses (participação relativa no estoque total de empréstimos) (em%)

Instituição/Ano	1980	1985	1986	1987	1988	1989
Grandes bancos comerciais (<i>City Banks</i>)	32,1	32,7	37,4	41,9	47,5	52,9
Bancos regionais	38,3	40,1	41,4	41,8	43,4	45,6

Fonte: Bank of Japan (1991a, p. 8).

Diferentemente dos bancos de longo prazo, no entanto, os bancos comerciais não foram autorizados pelo governo a emitir passivos compatíveis com esse tipo de empréstimo. Assim, as operações implicaram um descasamento entre ativo e passivo de caráter essencialmente distinto daquele associado ao alongamento dos prazos de endividamento das empresas ocorrido durante o pós-guerra. Naquele período, a atuação dos bancos garantindo um fluxo contínuo de recursos a seus clientes estava inserida num contexto mais amplo, em que a própria postura do Banco do Japão, consubstanciada na política de reservas bancárias, estava voltada para garantir condições adequadas de financiamento do investimento produtivo. Nos anos 80, ao contrário, o descasamento de prazos operado pelos bancos esteve dissociado de qualquer política de crédito, constituindo, antes de tudo, uma estratégia de competição que envolveu a penetração em ramos de atuação até então cativos de outros tipos de instituições financeiras.

Em segundo lugar, as instituições promoveram uma significativa transformação em sua carteira de clientes. Por um lado, aumentou consideravelmente o volume de empréstimos concedidos a empresas de médio e pequeno porte. No caso dos grandes bancos comerciais, a proporção desses créditos no estoque total de empréstimos saltou de aproximadamente 46% no início dos anos 80 para mais de 60% em 1987, atingindo 90% do total em 1990 (Bank of Japan, 1991 b, p. 40).

Por outro lado, houve uma grande mudança do ponto de vista da participação dos vários setores da economia no ativo dos bancos. No período do pós-guerra a indústria manufatureira era responsável por mais da metade dos empréstimos do sistema bancário e, além disso, dentro dos créditos concedidos ao setor não-manufatureiro, o comércio atacadista respondia pela maior parcela. Ao longo dos anos 80, essa situação se inverteu, ganhando espaço os segmentos de crédito ao consumo,

e os empréstimos a outros segmentos do sistema financeiro e setor imobiliário, como pode ser observado pela Tabela 3.

Tabela 3: Empréstimos dos grandes bancos comerciais por setor
(participação relativa dos setores mais representativos no estoque total de empréstimos) (em%)

Setor/Ano	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Manufatureiro	30,6	29,3	28,1	25,4	21,7	19,7	17,5	16,2	15,8	14,9
Química	3,8	3,5	3,2	2,6	2,2	1,9	1,7	1,6	1,5	1,4
Maquinário	8,5	8,3	8,2	7,5	6,0	5,2	4,7	4,5	4,4	4,2
Aço e ferro	3,0	2,9	2,7	2,5	2,0	1,6	1,2	1,1	1,1	1,0
Não-manufatureiro	56,4	57,6	58,5	60,3	61,9	61,7	61,1	60,9	60,5	61,2
Construção	5,6	5,6	5,7	5,5	5,1	5,0	4,7	4,4	4,5	4,9
Com. atacadista	20,6	19,9	18,8	17,2	15,9	14,4	13,3	12,8	11,9	10,9
Instit. fin. n/banc.	4,9	5,9	6,3	6,9	7,8	7,7	7,6	7,2	7,0	7,2
Setor imobiliário	5,7	6,2	7,2	9,4	10,3	11,2	11,8	11,5	11,9	12,6
Indivíduos	10,2	9,8	9,9	11,1	13,6	15,7	18,5	20,1	20,9	20,8
Outros*	13,1	13,1	13,4	14,3	16,4	18,6	21,3	22,9	23,7	24,0
Total (%)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Total (trilhões de ienes)	93,1	103,0	114,2	126,4	139,9	149,9	163,8	173,2	176,9	179,1

Fonte: Bank of Japan, Economic Statistics Annual (1992).

* Outros engloba empréstimos a governos locais e empréstimos em moeda estrangeira.

Assim, se no sistema financeiro internacional os bancos japoneses procuraram retomar sua posição junto às grandes empresas tendo que enfrentar um ambiente competitivo marcado por maior grau de concorrência, no âmbito doméstico aumentaram sua exposição junto a segmentos que, diferentemente das grandes corporações, não contavam com extensa variedade de opções de captação de recursos. Provavelmente, esse tipo de tomador estava disposto a aceitar condições de financiamento menos vantajosas, garantindo às instituições maior rentabilidade. Assim, motivados pela possibilidade de compensar a perda de hegemonia desfrutada anteriormente na condição de monopolizadores do fornecimento de crédito às grandes empresas, os bancos caminharam rumo à assunção de maiores riscos.

3. RAÍZES INSTITUCIONAIS DA CRISE

Se a liberalização financeira no Japão significou maior autonomia de atuação de bancos e empresas, ela também implicou profunda alteração do conjunto de mecanismos disponíveis para a condução da política econômica através do sistema financeiro. De modo geral, as mudanças promovidas sob a liberalização apontaram no sentido de reduzir a capacidade do governo de exercer influência sobre o caminho dos fluxos de recursos na economia através da política monetária.

No desenho institucional do pós-guerra, o principal instrumento de política

monetária eram os empréstimos e redescontos do Banco do Japão ao sistema bancário. Essas operações constituíam a via preferencial de entrada de moeda no sistema em função do estrito controle exercido pelo governo sobre os fluxos de capitais com o exterior e do esquema de financiamento da dívida pública, baseado na aquisição compulsória dos títulos pelos bancos.¹ Assim, ao mesmo tempo em que o Banco do Japão exercia um monopólio cambial praticamente absoluto, inexistia o chamado mercado aberto, entendido como o espaço em que o banco central realiza operações de intercâmbio de títulos ou de reservas junto ao sistema financeiro em esquema de leilão.

Os grandes bancos comerciais se mantinham permanentemente endividados junto à autoridade monetária, o que constituía um privilégio dentro daquele arranjo institucional. As taxas de juros cobradas pelo Banco do Japão nas operações de fornecimento de liquidez ao sistema eram em geral inferiores aos juros do interbancário. Em contrapartida à possibilidade de serem parceiros preferenciais do banco central, as instituições tendiam a atuar em consonância com critérios de seletividade do próprio governo, o que envolvia desde privilegiar os setores estratégicos do ponto de vista do processo de crescimento, especialmente aqueles ligados à exportação, até fornecer recursos a empresas específicas (Frankel & Morgan, 1991, p. 6; Ackley & Ishi, 1976, p. 197).

Assim, além de figurarem como os principais fornecedores de recursos às empresas, os bancos, especialmente os grandes bancos comerciais, desempenhavam o papel de agentes da política de crédito seletivo do governo. A própria política monetária praticamente se confundia com uma política alocativa de crédito uma vez que a via preferencial de entrada de moeda no sistema era uma via seletiva (Levi, 1996, pp. 28-38).

Esse cenário foi significativamente alterado com o processo de liberalização financeira. Em primeiro lugar, o substancial crescimento da dívida pública durante a década de 70 obrigou as autoridades japonesas a modificar o esquema de financiamento do Tesouro, sob pena de inviabilizar as atividades dos bancos comerciais. Assim, o governo promoveu um progressivo alargamento da base de colocação dos títulos públicos junto a outros segmentos do mercado. Em contrapartida, os grandes bancos comerciais perderam o espaço cativo que detinham nas operações de fornecimento de liquidez por parte do Banco do Japão, seja porque passaram a dividi-lo com as demais instituições financeiras nas operações de empréstimo e desconto,

¹ A autoridade monetária no Japão apenas pode subscrever títulos públicos de curto prazo (inferior a um ano), cuja emissão é controlada pelo Ministério das Finanças e visa auxiliar a administração do fluxo de caixa do Tesouro. As aquisições de bônus públicos de longo prazo pelo Banco do Japão ocorrem através de operações no mercado secundário junto aos bancos, decorrido um ano da emissão dos títulos (Kuroda & Kinoshita, 1992, p.6-7; Shigehara, 1991, p.5-6). Ainda que, em sentido estrito, essas operações correspondam a financiamento indireto do Tesouro pelo banco central, o fato de somente poderem ocorrer no prazo de um ano após a emissão caracteriza uma operação de fornecimento de liquidez – e, portanto, adiantamento de poder de compra – aos bancos (e não ao Tesouro), os quais figuram como detentores finais dos títulos.

seja porque a própria autoridade monetária mudou sua forma de atuação, passando a se utilizar crescentemente de instrumentos típicos de mercado aberto.

Em segundo lugar, o monopólio cambial do Banco do Japão foi significativamente flexibilizado durante os anos 80. Os crescentes superávits em conta corrente que o Japão passou a acumular desde o início da década de 80 levaram à necessidade de flexibilizar a compra de divisas por agentes domésticos de forma que o governo pudesse dividir com o setor privado a tarefa de esterilizar o impacto monetário expansionista dos fluxos de exportações. Além disso, a partir de 1983/1984, o governo americano passou a exercer pressões junto ao Japão para que se reduzisse o isolamento do mercado financeiro japonês. Argumentava-se que os obstáculos à contratação de passivos e à posse de ativos denominados em ienes por agentes estrangeiros fariam da moeda japonesa um ativo pouco líquido, impedindo o ajuste de sua demanda de acordo com o movimento das contas externas japonesas (Shinkay, 1988, p. 249).

Nesse contexto, uma série de medidas de desregulamentação dos fluxos de capitais foram instituídas desde o início dos anos 80. Isso envolveu não apenas a flexibilização do uso dos mercados domésticos por instituições financeiras e empresas de origem estrangeira como também a ampliação do acesso dos agentes domésticos ao sistema financeiro internacional.²

Um efeito especialmente importante desse processo diz respeito ao grande avanço ocorrido do lado da saída dos agentes japoneses para o sistema financeiro internacional, tanto no âmbito dos investimentos em ativos financeiros no exterior, como, principalmente, no que se refere à captação de recursos no exterior. Em outras palavras, investidores e tomadores de origem japonesa passaram a fazer uso intenso de instrumentos financeiros disponíveis no mercado internacional. O grau de internacionalização do sistema financeiro japonês, entretanto, permaneceu bastante reduzido (Shinkay, 1988, p. 257).

Esse movimento foi particularmente visível no que se refere às emissões de bônus por parte das corporações japonesas. Em meio a uma significativa abertura do acesso das empresas a instrumentos de endividamento direto no exterior, ocorrida especialmente a partir de 1984, o governo japonês manteve, em grande medida, o caráter restritivo dos mercados domésticos correspondentes. Nessas condições, criou-se um estímulo para que as empresas passassem a se financiar com títulos de dívida direta no exterior, o que, aliado ao contexto internacional da segunda metade dos anos 80, resultou no deslocamento do mercado de bônus para o sistema financeiro internacional (Osugi, 1990, pp.12 e segs., Viner, 1987, pp.136 e segs.).

Ao lado disso, também foi relevante o aumento das captações de curto prazo por parte dos bancos japoneses no sistema financeiro internacional, movimento viabilizado pela progressiva redução dos limites de *exposure* em moeda estrangeira das instituições (Osugi, 1990, pp. 15 – 7). Como será explorado na seção 5, a to-

² Para uma análise mais extensa, ver Takeda & Turner (1992) e Osugi (1990).

mada de recursos no exterior foi motivada pela participação direta dos bancos no mercado de câmbio, tanto no segmento de fornecimento de hedge a empresas e outras instituições financeiras como nas atividades diretamente ligadas à especulação cambial.

Do ponto de vista da condução da política econômica, o fato de o Banco do Japão passar a se utilizar crescentemente de instrumentos de política monetária típicos de mercado aberto aliado à flexibilização do monopólio cambial significou a progressiva perda de importância dos canais seletivos de recursos na forma de atuação da autoridade monetária. No período do pós-guerra, o governo japonês se utilizou desses canais para determinar o caminho dos fluxos financeiros na economia, monitorando o gasto privado. A contrapartida disso é que a política macroeconômica pôde contar com amplo respaldo no plano microeconômico, uma vez que as decisões em ambas as esferas tenderam a se reforçar continuamente através da política monetária.

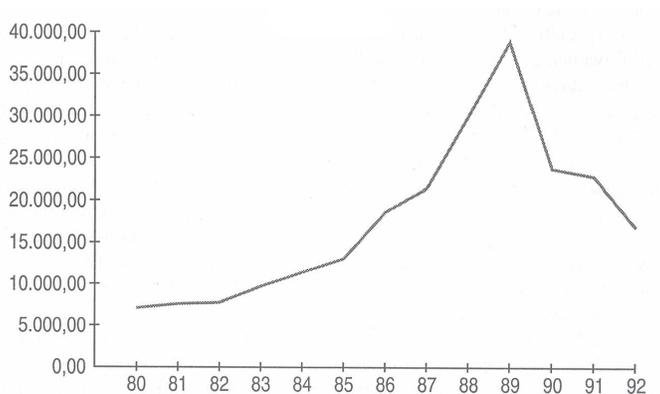
O novo desenho institucional que emergiu com a liberalização reduziu o poder de discricionariedade que o governo tinha através do exercício da política monetária. Ao longo do processo, a política de crédito seletivo foi sendo gradativamente dissociada da política monetária, limitando-se a determinados segmentos do sistema financeiro, basicamente instituições financeiras públicas e instituições de crédito especializado. Em contrapartida, a política monetária japonesa se aproximou do esquema tradicional, em que o banco central transaciona recursos junto ao mercado a um certo preço procurando controlar as taxas de juros e de câmbio e influenciar o ritmo e o nível de atividade econômica.

Nesse novo cenário, de maior autonomia dos agentes privados e mudança das condições de condução da política econômica, ocorreu o Acordo do Plaza, em 1985, criando o contexto macroeconômico para o surgimento da bolha especulativa.

4. A BOLHA ESPECULATIVA

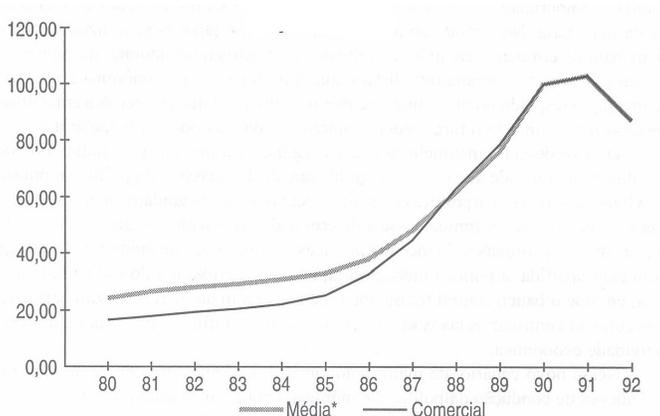
Entre dezembro de 1985 e dezembro de 1989, o índice *Nikkei* atingiu a histórica valorização de 196,7%. Esse movimento foi seguido de uma forte depreciação dos preços das ações, que, ao final de 1992, haviam registrado queda de 56% em relação a 1989. Os preços das propriedades imobiliárias no Japão também acusaram enorme elevação durante a segunda metade da década de 80, especialmente nos grandes centros comerciais, passando a cair fortemente a partir de 1990 (ver gráficos 1 e 2).

GRÁFICO 1: Índice Nikkei



Fonte: Bank of Japan, Economic Statistics Annual (1992).

GRÁFICO 2: Preços de imóveis



Fonte: Bank of Japan, Economic Statistics Annual (1992).

* Índice médio de preços das propriedades comerciais, residenciais e industriais das seis maiores cidades do Japão. |

A tendência de valorização da Bolsa de Tóquio teve início por volta de 1983, dado o impacto do processo de recuperação da economia mundial sob a liderança dos Estados Unidos, o qual contribuiu para elevar substancialmente o superávit comercial do Japão e aumentar o ritmo de crescimento da economia.

Dois fatores emergentes nesse período contribuíram para deslançar o movimento de valorização acelerada dos preços das ações. Em 1985 foi assinado o Acordo do Plaza, através do qual os governos das sete principais economias desenvolvidas se comprometeram a promover o *soft landing* do dólar, ou seja, a desvalorização gradual da moeda americana em relação às demais divisas. A partir desse momento, consolidou-se a expectativa de valorização prolongada do iene em

relação ao dólar, marcando definitivamente o fim da gestão Volker no banco central americano, caracterizada pela política do dólar forte. O governo japonês comprometeu-se a adotar uma política cambial de aquisição de dólares no mercado dentro da estratégia acordada entre as autoridades do G-7. Ao mesmo tempo, contudo, as autoridades japonesas inauguraram um período de forte relaxamento das condições monetárias domésticas, com o intuito de contrabalançar os prováveis efeitos recessivos da valorização do câmbio sobre o superávit comercial japonês e, por extensão, sobre o conjunto da economia. A taxa oficial de desconto, que já vinha sendo sucessivamente rebaixada desde o início da década, reduziu-se ainda mais a partir de 1986, permanecendo no nível de 2,5% ao ano durante 16 meses (entre março de 1987 e maio de 1989), período em que a taxa de redesconto americana ficou em torno de 6% a 7% anuais.

Diante disso, por um lado criou-se um forte estímulo para que os agentes internacionalizados, em especial as grandes corporações japonesas e os grandes bancos, mantivessem seus ativos financeiros em aplicações denominadas em ienes e, ao mesmo tempo, se endividassem em outras divisas (preferencialmente o dólar, ou então moedas cujas taxas de juros, ponderadas pela expectativa de desvalorização cambial, compensassem o baixo custo de contratação de empréstimos no sistema financeiro japonês) (Aglietta, 1992).

Por outro lado, o relaxamento das condições monetárias se aliou à progressiva perda de espaço dos bancos comerciais japoneses junto às grandes corporações, contribuindo para que setores ligados ao mercado imobiliário (companhias de financiamento imobiliário, que acabariam sendo conhecidas por *bubble companies*, e empresas do setor de construção civil) acabassem tendo acesso fácil ao crédito bancário.

Num país com uma população que atualmente ultrapassa os 125 milhões de habitantes para uma área de apenas 378 mil quilômetros quadrados (cerca de vinte e duas vezes inferior à do Brasil), cuja parte habitável corresponde a apenas um quarto do total, o valor dos imóveis já tem, por si só, uma tendência à elevação. Assim, o segmento do financiamento à construção imobiliária sempre foi um ramo atrativo para as instituições financeiras. Uma vez que os bancos já vinham elevando sua participação no setor, a maior facilidade de proporcionar crédito criou condições para acentuar a tendência de elevação dos preços das propriedades imobiliárias nos grandes centros comerciais japoneses.

Dado que os ativos imobiliários constituem uma parcela importante do capital das empresas, a elevação de seus preços resultou numa melhora significativa da posição das corporações enquanto tomadoras de recursos. Especialmente para o segmento das grandes empresas, o aumento do valor do capital viabilizou uma enorme ampliação do acesso ao mercado de capitais, em função não só do aumento do volume de ações e bônus passíveis de ser emitidos (proporcional ao capital), como da maior demanda dos investidores por esses títulos, dada a grande atratividade dos papéis decorrente da valorização dos ativos das corporações.

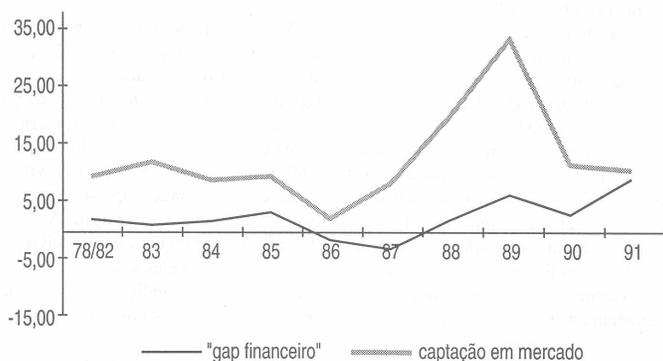
Além disso, a captação de recursos via mercado de capitais se deu em condições extremamente vantajosas para as corporações. O baixo custo do financiamento

verificou-se tanto no próprio mercado acionário, em que ocorreu uma queda expressiva da relação dividendo/preço da ação, como através do uso dos *equity-related bonds* (os bônus conversíveis em ações e bônus com direitos de subscrição de ações). À medida que o mercado acionário se aquecia, esses títulos podiam ser emitidos com taxas de juros extremamente baixas. Segundo Nakao (1995, p. 57), com a perspectiva de obtenção de ganhos de capital extremamente elevados, a taxa de juros desses papéis tornou-se praticamente irrelevante, podendo ser mínima ou mesmo zero.

No caso dos bônus emitidos no exterior, as possibilidades de ganho eram ainda mais significativas, dada a vantagem adicional de poder contrair essas dívidas em moeda fraca, como será visto na seção 5.

Assim, em função das condições particularmente favoráveis de obtenção de financiamento diretamente pelas empresas, o período da bolha assistiu a uma intensificação do processo de perda de espaço do crédito bancário entre fontes de recursos. Ao mesmo tempo, o financiamento barato impulsionou a busca pela ampliação das fontes de rentabilidade ligadas aos mercados financeiros. De fato, como mostra o Gráfico 3, durante o período da bolha, o montante de recursos captados em mercado pelas corporações foi muito superior à parcela das suas necessidades de financiamento do investimento produtivo não cobertas pelas possibilidades de autofinanciamento (denominada *gap financeiro*”).

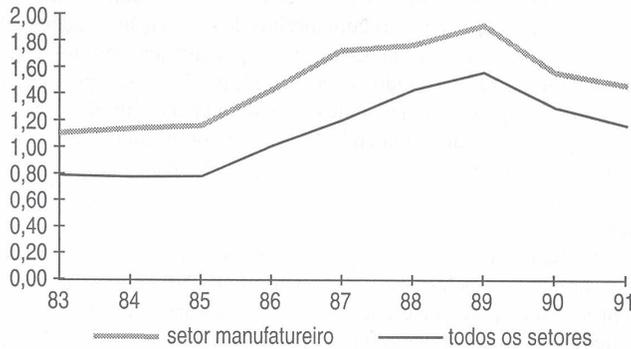
GRÁFICO 3: “Gap financeiro” X recursos externos



Fonte: OECD, *Financial Accounts of OECD Countries: Japan* (vários números)

A contrapartida disso foi a significativa elevação dos investimentos em ativos financeiros, impulsionada pela atratividade dos mercados domésticos, seja nos mercados de depósitos bancários denominados em ienes, cujas taxas de juros foram sendo progressivamente liberalizadas, seja no próprio mercado acionário (Levi, 1996, pp. 97-9). Isso se refletiu num aumento dos índices de liquidez das corporações, como mostra o Gráfico 4.

GRÁFICO 4: Indicador de liquidez das empresas



Fonte: OECD, *Financial Accounts of OECD Countries: Japan* (vários números)

Para o segmento das pequenas e médias empresas, dadas as restrições à tomada de recursos via mercado de capitais em função do porte, o aumento dos preços dos ativos imobiliários implicou a possibilidade de elas ampliarem ainda mais seus empréstimos junto às instituições bancárias através da elevação do valor dos colaterais dados como garantia das operações.

Do ponto de vista dos bancos, a ampliação do crédito a esse segmento, bem como aos setores ligados aos mercados especulativos, foi possível não apenas em função da política de reservas bancárias do Banco do Japão, que forneceu crédito barato ao sistema bancário, como também devido à valorização acentuada das ações das próprias instituições nas bolsas de valores, que aumentou o valor de seu capital, impulsionando sua capacidade de concessão de empréstimos.

Dessa forma, constituiu-se um mecanismo de alimentação do circuito especulativo envolvendo os mercados de capitais e ativos imobiliários. Esse processo tendeu a se perpetuar à medida que o aumento dos preços no mercado imobiliário elevava o valor dos ativos dados como garantia pelos empréstimos e o aumento das ações elevava o capital dos bancos, potencializando sua capacidade de concessão de crédito. O movimento foi sancionado fundamentalmente pelo Banco do Japão, não apenas através da política de juros, mas também, como será visto a seguir, em sua atuação no mercado de câmbio.

5. DESDOBRAMENTOS DA BOLHA ESPECULATIVA SOBRE AS CONTAS EXTERNAS

Como mencionado, a expectativa de valorização do iene em relação ao dólar criou forte estímulo para que agentes japoneses se endividassem em moeda estrangeira, e, associada às perspectivas de valorização das ações e imóveis, impulsionou

a constituição de posições ativas relacionadas a esses mercados, tanto por parte de empresas como de bancos.

No caso das empresas, as colocações de títulos no exterior foram expressivas até mesmo para as dimensões dos mercados internacionais. Os tomadores japoneses literalmente comandaram o tamanho dos mercados internacionais de bônus conversíveis e bônus com direitos de subscrição de ações até 1989/1990, como mostra a Tabela 4.

A concentração de grande parte dessas emissões em títulos denominados em moeda estrangeira, especialmente dólares e francos suíços, pode ser visualizada na Tabela 5, que mostra a participação dessas divisas como moedas denominadoras de títulos nos mercados de emissões de bônus conversíveis e bônus com direitos de subscrição de ações, nos quais os tomadores japoneses tiveram enorme presença.

Tabela 4: Participação dos tomadores japoneses nos mercados internacionais de títulos (participação relativa no estoque total de emissões em%)

Mercado/Ano	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Bônus conversíveis	72,0	68,5	32,1	37,4	62,8	86,6	61,3	27,8	46,2
Bônus c/ direitos	56,2	25,5	64,9	85,5	96,0	97,3	95,3	90,5	83,4
Bônus de renda fixa	11,1	12,0	11,1	11,0	8,9	13,1	12,7	16,1	12,1
FRN	7,5	3,9	3,5	16,9	3,1	2,9	21,6	9,9	18,8
Total (US\$ bilhões)	15,5	12,8	15,1	24,6	22,6	38,5	24,1	23,8	16,8

Fonte: OECD, Financial Market Trends (vários números).

Tabela 5: Participação dos tomadores japoneses nos mercados internacionais de títulos (participação relativa no estoque total de emissões)

(em%)

Moeda/Ano	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Bônus conversíveis									
Dólar	56,9	50,0	64,1	48,9	15,9	14,2	9,7	39,2	48,1
Franco suíço	39,7	37,1	28,2	25,3	59,3	75,4	60,4	28,9	28,8
Bônus c/ direitos									
Dólar	12,5	41,8	59,7	81,9	90,9	93,1	84,0	67,1	59,2
Franco suíço	31,2	30,2	22,5	8,9	4,7	3,1	8,0	14,2	21,7

Fonte: OECD, Financial Market Trends (vários números).

Ocorre que grande parte dessas emissões acabou sendo absorvida pelos próprios investidores japoneses. De acordo com Smith (1991, p. 119), 80% a 90% das emissões no euro mercado feitas por empresas japonesas foram vendidas diretamente para investidores japoneses. Em especial, os bônus com direitos de subscrição de ações denominados em moeda estrangeira despertaram particular interesse por parte dos investidores japoneses, em função da possibilidade de se destacarem os direitos de subscrição de ações do título de dívida e revendê-los em mercado secun-

dário. Dados os elevados ganhos associados à venda dos direitos, as operações de revenda dos títulos de dívida puderam ser feitas com grandes descontos sobre o valor de face dos papéis, compensando os compradores pelo risco cambial a eles associado.

Essas operações de lançamento de bônus no exterior associadas à aquisição dos títulos pelos próprios investidores japoneses inflaram as saídas brutas de capital de longo prazo. Contudo, como argumenta Nakao (1995, p. 58), na prática, o Japão exportou capital para adquirir títulos que acabariam sendo convertidos em riqueza (capital acionário) no próprio Japão. Tratou-se essencialmente de investimento doméstico com o propósito de realização de enormes ganhos de capital, e o mercado de eurobônus não era nada mais do que uma conveniente diversão em volta das regulamentações domésticas. Em outras palavras, o *boom* da exportação de capital japonesa foi antes de tudo o reflexo da excepcional alta dos preços no mercado acionário e imobiliário no Japão.

Apesar do grande volume de recursos captados no exterior em moeda estrangeira pelas empresas japonesas, o Japão registrou acréscimos substanciais em sua posição credora contra o resto do mundo durante a segunda metade da década de 80. As aquisições de ativos estrangeiros na conta de capital de longo prazo saltaram de US\$ 64 bilhões em 1985 para US\$ 131,5 bilhões em 1986 e atingiram o pico em 1987, com US\$ 136,5 bilhões (Tabela 6).

Contudo, ao longo da década, os investimentos do Japão no exterior superaram por larga margem o superávit em conta corrente do país. Em outras palavras, a posição credora do Japão contra o resto do mundo teve, como contrapartida, um déficit no balanço de pagamentos, uma vez que o superávit em conta corrente não foi suficiente para financiar as aquisições líquidas de ativos estrangeiros feitas por agentes domésticos (Nakao, 1995, p.62).

Por sua vez, o déficit do balanço de pagamentos foi financiado pela contratação de dívida de curto prazo por parte dos bancos autorizados a operar com moeda estrangeira.³ Pela Tabela 6 é possível constatar que a dívida externa bancária de curto prazo começou a crescer fortemente em termos líquidos a partir de 1986, quando os bancos japoneses autorizados a operar com câmbio captaram US\$ 58,5 bilhões no exterior, atingindo o pico em 1987, ano em que as contratações de dívida bancária de curto prazo chegaram a US\$ 71,8 bilhões. Em 1989, o crescimento foi inferior, e em 1990, o endividamento de curto prazo do Japão contraído através de aumento do passivo bancário começou a cair.

³ O conjunto de instituições financeiras autorizadas pelo Ministério das Finanças a operar em moeda estrangeira compreende bancos de todas as categorias, perfazendo, em 1986, um total de 247 instituições, sendo os grandes bancos comerciais os mais ativos nesse mercado (Suzuki, 1986, p.128).

Tabela 6: Contas externas do Japão (em US\$ milhões)

Item/Ano	1980	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Conta corrente	-10.746	49.169	85.845	87.015	79.631	57.157	35.761
Capitais de longo prazo	2.324	-64.542	-131.461	-136.532	-130.930	-89.246	-43.586
IDE	-2.100	-5.800	-14.300	-18.400	-37.700	-45.200	-46.300
Securities	9.400	-43.000	-101.400	-93.800	-66.700	-28.000	-5.000
Capitais de curto prazo	3.141	936	-1.609	23.865	19.521	20.811	21.468
Erros e omissões	-3.115	3.991	2.458	-3.893	2.796	-22.008	-20.877
Balço global	-8.396	12.318	-44.767	-29.545	-28.982	-57.306	-7.234
Operações bancárias	13.144	10.848	58.506	71.801	44.460	8.592	-13.633
Reservas internacionais	4.905	197	15.729	39.240	16.183	-12.767	-7.842
<u>Conta corrente</u>							
Capitais de longo prazo (para referência)		76,2%	65,3%	63,7%	60,8%	64,0%	82,0%
<u>Operações bancárias</u>							
Capitais de longo prazo (para referência)		16,8%	44,5%	52,6%	34,0%	9,6%	31,3%

Fonte: Dados extraídos de Nakao (1991, pp.10,62).

Nota: dados de fluxo, exceto operações bancárias, que correspondem à variação do ativo/passivo (-/+) líquido (um sinal negativo corresponde a uma saída líquida de capital).

De acordo com Nakao (1995, p.63), o passivo líquido do Japão junto a bancos localizados no Reino Unido cresceu 3,2 vezes entre 1985 e 1990, contra 1,5 vezes entre 1980 e 1985. Com relação a bancos localizados nos Estados Unidos, o passivo líquido japonês cresceu 4,5 vezes no período recente (1985/1990), contra apenas 1,6 vezes no período anterior.

Configurou-se, portanto, uma situação paradoxal, na qual o país detentor do maior superávit em conta corrente contratou grandes volumes de dívida de curto prazo no exterior para financiar suas posições ativas contra o resto do mundo. Na prática, esse é o significado do déficit no balanço de pagamentos, o qual foi financiado abaixo da linha através dos chamados movimentos monetários, correspondentes às variações ocorridas nas reservas internacionais oficiais (em poder da autoridade monetária) e nas reservas em poder dos bancos autorizados a operar com câmbio.

Em princípio deveria haver uma tendência à desvalorização do iene frente às demais moedas, inclusive o dólar, dado que o balanço de pagamentos do Japão foi deficitário durante grande parte da década de 80. E, como visto, parcela significativa do déficit do balanço de pagamentos japonês foi financiada com a contratação de dívida de curto prazo pelos bancos. Contudo, o que ocorreu de fato foi um processo de endividamento líquido comandado pelos bancos e empresas que operou no sentido de apreciar o iene através da pressão de venda de divisas estrangeiras no mercado de câmbio. Em termos líquidos, pode-se afirmar que essa pressão ficou concentrada no movimento dos bancos, já que a maior parte dos títulos lançados

pelas empresas domésticas no exterior foi adquirida pelos próprios japoneses, com impacto líquido nulo sobre o mercado de câmbio.

De fato, a atuação dos bancos em sua captação externa não se resumiu à atividade de fornecimento de *hedge*. De acordo com Nakao (1995, pp.72-3), apesar de que as orientações do Ministério das Finanças supostamente limitam os bancos autorizados a operar com moeda estrangeira a uma atuação reativa, os bancos estrangeiros não atuaram simplesmente como vendedores passivos de dólares para investidores institucionais que queriam comprar a divisa. Eles também venderam grandes montantes de dólares por conta própria. [...] As autoridades monetárias não teriam logrado conduzir aquelas intervenções em larga escala comprando dólares se não houvesse investidores e especuladores desejosos de vender dólares em grande escala.

Assim, é provável que a maior parte dos elevados volumes de reservas internacionais oficiais registrados entre 1986 e 1988 (Tabela 6) tenha sido adquirida junto aos próprios bancos japoneses, que se endividaram em dólares para repassá-los à autoridade monetária e em seguida constituíram posições ativas em ienes na expectativa de apreciação da divisa japonesa. A Tabela 7 mostra que o endividamento líquido em moeda estrangeira dos bancos japoneses superou os US\$ 20 bilhões nos anos de 1986 e 1987. Apesar de computar apenas dados sobre as posições de curto prazo, a Tabela constitui um bom indicador do *exposure* das instituições durante o período da desvalorização do dólar.

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

Tabela 7: Ativos e passivos de curto prazo dos bancos autorizados a operar com moeda estrangeira (em US\$ milhões)

Ano	Ativo			Passivo			Ativo Líquido		
	total	em moeda estrangeira	em ienes	total	em moeda estrangeira	em ienes	total	em moeda estrangeira	em ienes
1975	12.947	11.929	1.018	26.418	24.948	1.470	-13.471	-13.019	-452
1980	45.158	40.524	4.634	77.974	67.840	10.134	-32.816	-27.316	-5.500
1985	99.719	77.945	21.774	160.984	121.988	38.996	-61.265	-44.043	-17.222
1986	194.713	131.126	63.587	322.163	243.444	78.719	-127.450	-112.318	-15.132
1987	320.171	162.643	157.528	530.072	349.452	180.620	-209.901	-186.809	-23.092
1988	502.256	259.881	242.375	765.165	500.506	264.659	-262.909	240.625	-22.284
1989	627.846	319.383	308.463	894.679	576.291	318.388	-266.833	-265.908	-9.925
1990	614.519	360.582	283.937	898.886	620.579	278.307	-254.367	-259.997	-5.630

Fonte: Nakao (1995, p.64).

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

6. O COLAPSO DA BOLHA

A partir do final de 1989, as condições que viabilizaram o boom dos mercados acionário e imobiliário deixaram de existir. Refletindo uma intenção declarada de interromper o processo especulativo, as autoridades japonesas reverteram a política monetária, elevando rapidamente a taxa oficial de redesconto. Além disso, a necessidade de adaptação progressiva do sistema bancário às regras de adequação de capital do *Bank of International Settlements* (BIS) somou-se à orientação expedida pelo Ministério das Finanças aos bancos no sentido de limitarem o crédito ao setor imobiliário, obrigando essas instituições a reduzir seu volume de empréstimos.

As cotações do mercado acionário caíram em ritmo acelerado, praticamente eliminando a demanda por novos títulos ligados a ações e interrompendo o processo de conversão e exercício de direito de aquisição de ações dos papéis já existentes. Se um direito de subscrição de ações não é exercido, ou se um bônus conversível é mantido sob a forma de título de dívida, o emitente não pode entregar uma ação ao investidor, devendo resgatar de fato o título no momento da maturação. Assim, o risco dessas operações era que o mercado acionário deixasse de ser atrativo para os detentores dos papéis, devendo o tomador tomar empréstimos para efetuar o resgate a uma taxa de juros superior à do título. Uma vez que as taxas de juros se elevaram, a carga de juros inevitavelmente começou a pressionar os lucros dos tomadores (Nakao, 1995, pp.57 – 8, Smith, 1993, p.118).

Paralelamente, a demanda de ienes no mercado de câmbio se retraiu e a moeda passou a se depreciar em relação ao dólar. Assim, teve início uma nova fase, em que o custo de financiamento em ienes voltou a se elevar em praticamente todas as modalidades de captação. Nesse contexto, as grandes empresas passaram a se defrontar com um grande volume de resgates de bônus ligados a ações em condições *out-of-money*, isto é, cuja conversão em ações pelo investidor deixa de ser lucrativa. Já as empresas de médio e pequeno porte, que se encontravam altamente endividadas junto aos bancos, tiveram que proceder ao refinanciamento de seu passivo, incorrendo em pesados encargos, tanto em função da reversão da política monetária como da maior seletividade dos bancos em sua política de concessão de crédito, dada a associação de maiores riscos a essas operações de refinanciamento. A atitude dos bancos japoneses com relação a essas operações demonstrou uma clara reversão perante a postura adotada na fase anterior com respeito à avaliação do *mix* de risco e retorno. Contudo, o profundo envolvimento das instituições financeiras

com a inflação e posterior deflação dos ativos fez com que esses bancos fossem obrigados a registrar, durante um longo período que se seguiu ao fim do processo especulativo, um expressivo volume de créditos de retorno difícil, acumulando grandes prejuízos.

Com o desenrolar dos anos 90, o sistema financeiro japonês entrou numa crise sem precedentes, resultado direto do fato de que a atuação de grande parte das instituições durante a segunda metade dos anos 80 esteve apoiada no desempenho dos mercados especulativos. Em outras palavras, a crise financeira do Japão é a herança da bolha especulativa nos balanços dos bancos.

Entre dezembro de 1994 e março de 1996, o Banco do Japão e o Ministério das Finanças tiveram que organizar seis operações de reestruturação de instituições financeiras cujas atividades se revelaram inviáveis devido ao enorme volume de empréstimos *non-performing* em suas carteiras. Esse grupo de instituições incluiu não apenas cooperativas de crédito e bancos mútuos de poupança e empréstimo, mas também dois bancos comerciais regionais de segunda linha. Todas encontravam-se com seu ativo repleto de créditos de retorno praticamente impossível, em sua maior parte contra empresas ligadas ao setor imobiliário (construtoras e incorporadoras), configurando um estado de completa insolvência que acabou resultando, em alguns casos, em corrida bancária por parte dos depositantes, o que não ocorria desde a crise de 1929. As operações de socorro envolveram a colocação de recursos por parte do Banco do Japão para liquidar as instituições, o que está previsto na lei que institui e regulamenta as atividades da autoridade monetária no Japão.

Mais recentemente, o problema tem-se concentrado nas chamadas *housing loan companies* (em japonês, *jusen*), sete empresas especializadas no financiamento imobiliário, criadas pelos grandes bancos comerciais no início da década de 70 numa tentativa de explorar o então já promissor ramo dos financiamentos voltados ao mercado de imóveis. Inicialmente, essas instituições concentravam suas operações em financiamentos a indivíduos com base em hipotecas, mas com a tendência de aumento dos preços das propriedades imobiliárias nos anos 80, voltaram-se quase que exclusivamente para a concessão de empréstimos a empresas de construção, segmento mais arriscado porém altamente rentável à época.

Na maior parte dos casos, porém, o equilíbrio financeiro das operações dependia do comportamento ascendente dos preços dos imóveis. Durante certo tempo, os preços cresceram em torno de 30% ao ano, proporcionando elevados lucros. Mas sua trajetória descendente a partir do início dos anos 90 erodiu a capacidade de pagamento dos tomadores, dada a impossibilidade de realizar os lucros esperados com os empreendimentos. Isso colocou as *housing loan companies* em situação de absoluta insolvência, e, atualmente, até mesmo o governo japonês reconhece que a totalidade dos créditos fornecidos por essas instituições não deverá ser paga.

Ocorre que o instrumento básico de financiamento das *housing loan companies* eram empréstimos concedidos pelos bancos controladores e, mais recentemente, pelas cooperativas de crédito agrícola. A espiral inflacionária nos mercados de ações e de propriedades imobiliárias potencializou a capacidade de concessão de empréstimos desses dois grupos de instituições. No que se refere ao sistema bancá-

rio, o aumento dos preços das ações e imóveis ampliou a base de capital dos bancos, elevando de forma crescente o limite de suas operações de crédito. No que se refere às cooperativas agrícolas, o crescimento das operações ocorreu em função da valorização dos preços da terra e do conseqüente enriquecimento de seus principais depositantes, os proprietários rurais. Isso elevou a captação do segmento, ainda mais porque as cooperativas passaram a oferecer vantajosa remuneração aos clientes locais com base nas elevadas taxas de juros que podiam ser cobradas pelos empréstimos oferecidos às *housing loan companies*. Estima-se que o *exposure* das cooperativas de crédito agrícola chegue a um terço do passivo total do conjunto das *housing loan companies*, enquanto os bancos detêm os dois terços restantes (*Financial Times*, 19/3/1996).

O *exposure* dos bancos junto às companhias está concentrado no segmento dos *trust banks*, embora os três bancos de longo prazo e os grandes bancos comerciais também detenham grande volume de créditos, o que torna mais premente a necessidade de uma solução para a questão, dado que essas instituições fazem parte do sistema de pagamentos japonês. Dos 5 trilhões de ienes em empréstimos feitos pelo conjunto dos bancos às *housing loan companies* (ou quase US\$ 50 bilhões), os *trust banks* respondem por cerca de 40%, enquanto o grupo dos bancos de longo prazo e o dos *city banks* detêm, cada um, 30% do total (cerca de US\$ 15 bilhões).

Mas essa é apenas a ponta do problema. Apesar de o governo japonês já ter admitido que US\$ 500 bilhões em créditos do sistema financeiro são irrecuperáveis, o mercado estima que as perdas potenciais cheguem a algo em torno de 100 trilhões de ienes, ou quase US\$ 1 trilhão, o que representaria algo superior a 10% dos ativos totais de todos os bancos (pouco mais de 700 trilhões de ienes em 1994, de acordo com dados do Banco do Japão) (*Gazeta Mercantil*, 30/7/1995, *The Wall Street Journal*, li 6/1995).

7. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Seguramente, a crise financeira do Japão não é um evento isolado. Os últimos anos têm sido marcados pela instabilidade financeira e por crises que, à semelhança da que vem ocorrendo no Japão, envolveram bolhas especulativas nos mercados de ativos, acúmulo de dívidas de mais alto risco, sucessões de *defaults* e corridas bancárias, caracterizando-se como crises sistêmicas. Tampouco as causas da crise japonesa são privilégio exclusivo do Japão. Ao contrário, a perda de espaço dos bancos para outras instituições financeiras e o aumento do risco das operações do sistema bancário como reação a esse processo também são fenômenos frequentes, figurando como raízes de grande parte das crises financeiras do período recente (Davis, 1995, pp. 188, 189, 198).

Talvez o que chame mais a atenção no caso japonês seja justamente a rapidez e a intensidade com que o país se aproximou do Ocidente em termos dos efeitos disruptivos de seu sistema financeiro. O arranjo institucional do sistema financeiro

japonês era não apenas muito peculiar ao Japão como também altamente funcional à estratégia de crescimento do país. Sem dúvida, o sistema bancário era o segmento de maior poder dentro da estrutura econômica japonesa. Os bancos constituíam o segmento que respondia, na esfera privada, pelo elo entre as políticas macroeconômica e industrial. Mas justamente em função disso o sistema bancário ocupou uma posição subordinada ao objetivo primordial de garantir condições adequadas de financiamento à esfera produtiva.

Além da solidez da estrutura financeira anterior, o Japão foi peculiar pelo fato de que a liberalização financeira ocorrida no país foi marcada por intenso gradualismo e por uma preocupação das autoridades em manter inalteradas o quanto possível as condições de atuação das instituições financeiras de menor porte, as quais tenderiam a ser mais prejudicadas pelo aumento da concorrência. Assim, o contato com um ambiente crescentemente mais competitivo ficou predominantemente restrito aos grandes bancos, e, mesmo assim, limitado a alguns mercados, operações e, em grande medida, às praças estrangeiras. A estratégia do governo japonês foi garantir um período de aprendizado aos agentes, mais breve no caso daqueles com maior poder de concorrência, e mais extenso no caso dos pequenos competidores.

Contudo, a convivência entre esses dois ambientes pode ter operado como elemento potencializador da crise, já que bancos e empresas japoneses passaram a se utilizar crescentemente dos mercados financeiros como um fim em si mesmo, aproximando-se assim de seus congêneres ocidentais, sem que esquemas de regulamentação prudencial fossem suficientemente fortalecidos para lidar com esse novo padrão de atuação e com a nova configuração dos mercados a ele associada (Aglietta, 1992).

De fato, a década de 80 marcou a definitiva integração do Japão ao sistema financeiro internacional, colocando a política econômica diante de uma tarefa provavelmente muito mais complexa que a do pós-guerra, uma vez que se tratava de monitorar agentes que contavam com um conjunto mais amplo de opções, característico dos mercados financeiros internacionais, e que passaram a atuar num ambiente muito mais instável. Assim, ainda que se possa aceitar que a liberalização financeira do Japão era um mal necessário, dado que, na nova fase de desenvolvimento do país, normas e regras até então funcionais deixaram de fazer sentido, não se pode deixar de reconhecer que, nesse processo, não se constituíram instrumentos alternativos para manter a capacidade do governo de coordenar o movimento de expansão, mesmo que, nessa nova fase, isso pudesse significar apenas a criação de instrumentos capazes de impedir a emergência de crise no sistema financeiro.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AGLIETTA M. (1992) “Les dérapages de la finance japonaise”. *Economie Prospective Internationale*. Paris, n. 51, Centre D’Études Prospectives et D’Informations Internationales.
- AKLEY, G. & ISHI, H. (1976) “Fiscal, monetary, and related policies”. In Patrick, H. & Rosowsky, H,

- eds. Asia's new giant: how the Japanese economy works. Washington D. C., The Brookings Institution.
- BANK OF JAPAN (1991a) "Corporate finance and business investment under financial deregulation". Special Paper, n. 195, February.
- BANK OF JAPAN (1991b) "Recent developments in lending rates: changing behavior of banks under interest rate liberalization". *Special Paper*, n. 206, September.
- DAVIS, E. P. (1995) *Debt financial fragility and systemic risk*. Oxford, Clarendon Press.
- FINANCIAL TIMES (1996) "Collapse that may force Japan to put its house in order", 19/3/1996.
- FINANCIAL TIMES (1996) "Japan's banks report record loss", 19/3/1996.
- FRANKEL, A. B. & Morgan, P. B. (1991) "A primer on the Japanese banking system. Board of governors of the federal reserve system". *International Finance Discussion Papers*, n. 419, December.
- GAZETA MERCANTIL (1995) "US\$ 547 bilhões de crédito em liquidação nos bancos japoneses", 30/7/1995.
- GERLACH, M. (1988) "Keiretsu organization in the Japanese economy: analysis and trade implications". In Johnson, C., Tyson, L. & Zysman, J. *Politics and productivity: the real story of why Japan works*. Harper Business.
- KURODA, A. & KINOSHITA, T. (1992) "Central banking in Japan: an overview". November. Mimeo.
- LEVI, M. L. (1996) "O sistema de financiamento das empresas japonesas: a estrutura montada no pós-guerra e os impactos da liberalização financeira da década de 80". Campinas, Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, dissertação de mestrado.
- NAKAO, S. (1995) *The political economy of Japan*. Tokyo, Tokyo University Press.
- OSUGI, K. "Japan's experience of financial deregulation since 1984 in an international perspective". Basle, *Bis Economic Papers*, n. 26, Bank for International Settlements, January.
- SHIGEHARA, K. (1991) "Japan's experience with use of monetary policy and the process of liberalization". *Monetary and Economic Studies*, Bank of Japan, v. 9, n. 1, March.
- SMITH, R. C. (1993) "Why Japanese companies finance abroad". In Walter, I. & Hiraki, T. *Restructuring Japan's financial markets*. New York University.
- SUZUKI, Y. (1986) *The Japanese financial system*. Great Britain, Oxford University Press.
- TAKEDA, M. & TURNER, P. (1992) "The liberalisation of Japan's financial markets: some major themes". Basle, *Bis Economic Papers*, n. 34, Bank for International Settlements, November.
- TERANISHI, J. (1991) *Finance and economic development in post-war Japan*. Japan, The Institute of Economic Research, Hitotsubashi University, Tokyo.
- THE WALL STREET JOURNAL (1995) "Japan's banking crisis continues ...", 1/6/1995
- TORRES F., E. T. (1991) A Economia Política do Japão: reestruturação econômica e seus impactos sobre as relações nipo-brasileiras. Rio de Janeiro, tese de doutoramento, Universidade Federal do Rio de Janeiro.
- VINER, A. (1987) *Inside Japan's financial markets*. Great Britain, The Economist Publications.
- ZYSMAN, J. (1983) *Governments, markets and growth – financial systems and the politics of industrial growth*. New York, Cornell University Press.

