

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE ECONOMIA



1290000483



TCC/UNICAMP P879c



MONOGRAFIA

CRISE JAPONESA E EFEITO CONTÁGIO

ALUNA: HELOISA POZZI

ORIENTADOR: PROF. DOUTOR FERNANDO NOGUEIRA DA COSTA ✓

Campinas, dezembro de 1999. ✓

TCC/UNICAMP
P879c
IE/483

CEDOC/IE

SUMÁRIO

Introdução.....	2
Capítulo 1: Origem da crise.....	7
1.1. Introdução.....	7
1.2. Sistema financeiro japonês.....	8
1.3. Desregulamentação financeira.....	10
1.4. Relação com o resto do mundo.....	11
1.5. Formação da bolha especulativa.....	13
1.6. Reversão do ciclo econômico japonês.....	16
Capítulo 2: Contágio interno.....	18
2.1. Introdução.....	18
2.2. Crise econômica.....	18
2.3. Armadilha da Liquidez.....	24
2.4. Soluções alternativas.....	27
Capítulo 3: Contágio externo.....	28
3.1. Introdução.....	28
3.2. Globalização financeira.....	29
3.3. Liberalização financeira japonesa.....	30
3.4. Empréstimos para o Sudeste Asiático.....	31
3.5. Desencadeamento da crise na Ásia.....	32
Conclusão.....	36
4.1. Introdução.....	36
4.2. Inserção japonesa.....	36
4.3. Condições dos países tomadores.....	37
4.4. Contágio.....	38
4.5. Considerações finais.....	38
Referências Bibliográficas.....	40

INTRODUÇÃO

Este trabalho tem como finalidade analisar a hipótese de que a crise financeira japonesa foi detonadora da crise atual nos países emergentes, através de seu “efeito contágio”. Este assunto foi escolhido devido requerer aplicação de conhecimento de macroeconomia e economia internacional.

Esta monografia consta de três capítulos: “Origem da crise financeira”, “Contágio interno” e “Contágio externo”, além desta introdução e da conclusão.

Como o Japão, após a segunda guerra mundial, se desenvolveu rapidamente e tornou-se uma grande potência mundial, sua influência no mundo passou a ser determinante, principalmente a partir dos anos oitenta. Portanto, é interessante iniciar este trabalho, num primeiro capítulo, a partir do pós-guerra, mostrando como foi a estratégia de crescimento administrada pelo governo, para vermos a importância do sistema financeiro no desenvolvimento japonês.

O sistema financeiro nipônico foi criado para que o governo pudesse direcionar, administrar e coordenar o crédito para os setores produtivos que ele gostaria de desenvolver. Isto era feito através dos grandes grupos econômicos financeiros chamados *Keiretsus*, que eram associações de cada um dos treze *City Banks* (bancos comerciais) com um determinado setor industrial. Assim, quando o Banco do Japão facilitava o crédito para um determinado banco comercial ele sabia, exatamente, qual setor estaria favorecendo. Esta política monetária creditícia era de caráter seletivo e acomodativo, onde o governo podia regular os mercados privados e garantir elevados lucros às instituições financeiras.

A origem da atual crise se deu com a formação de bolha especulativa no mercado de ativos (ações e imóveis). Esse processo se iniciou quando o

governo japonês, em 1984, assinou o *US-Japan Accord*, no qual se comprometeu a liberalizar e desregulamentar o mercado financeiro. Em consequência, houve forte aumento da competição entre as instituições financeiras, que fez com que os bancos fossem buscar novas fontes de rentabilidade em outros campos, que não o de fornecimento de crédito para o investimento produtivo.

Há explicações profundas e superficiais sobre a formação da “economia de bolha”. LEVI (1997) e TORRES FILHO (1997) explicam essa situação como fruto da conjugação do contexto internacional dos anos oitenta e a desregulamentação financeira, que geraram uma tendência de valorização da Bolsa de Tóquio. Para o caso setor imobiliário, o *boom* ocorreu devido aos empréstimos fáceis e baratos conseguidos junto aos bancos, já que estes estavam buscando novas fontes de rentabilidade. Contudo, depois do estouro da bolha foram descobertos vários escândalos entre funcionários do Ministério das Finanças e a máfia japonesa. Assim, LINCOLN tornou-se adepto a explicação baseada nesses fatos, onde a formação da bolha foi consequência do uso de informações confidenciais e outras condutas ilícitas. Esta monografia chega à conclusão de que a formação desta situação ocorreu em consequência da conjugação do risco moral, devido à “assimetria de informações”, e do “risco imoral”, ligado a “informações privilegiadas”, como diz COSTA (1999).

Será visto, neste mesmo capítulo, que a reversão do *boom* foi por consequência de razões exógenas, através da intenção declarada do governo japonês de interromper o processo especulativo, aumentando rapidamente a taxa oficial de redesconto e limitando os bancos na concessão de crédito ao setor imobiliário. Houve, em decorrência disto, queda nos mercados acionário e imobiliário, levando à deflação de ativos. O prejuízo inclui volumosos créditos de liquidação duvidosa, estimados atualmente em torno de US\$700 bilhões.

Para conseguir testar a hipótese deste trabalho, primeiramente, terá que ser analisado como a crise financeira contagiou a economia real japonesa.

Então, no segundo capítulo, será visto como isto ocorreu. Para isto, será utilizado o texto de NOHARA (1997) que demonstra como uma crise financeira, provinda de uma abordagem de informação assimétrica, se alastra para a economia real, através da queda dos lucros esperados que compromete os investimentos presentes e futuros. Será analisado como esta teoria se aplica no caso japonês, onde, depois do estouro da bolha, houve queda na concessão de crédito para o setor produtivo. Em decorrência disto, houve aumento da taxa de desemprego, queda do consumo, criando uma grande incerteza por parte dos consumidores e aumentando sua propensão a cortar gastos. Aliado a este quadro, o governo manteve as taxas de juros próximas a 0,5% ao ano durante um longo período (set/95 – set/98), e adotou diversos pacotes para que o país retomasse seu crescimento, mas não surtiram efeitos.

Os manuais de macroeconomia definem que, numa situação de taxa de juros próxima a zero, com o público não querendo deter qualquer obrigação, e o aumento da oferta monetária não tendo nenhum efeito sobre a renda ou a taxa de juros, a economia estará numa situação de "armadilha de liquidez". Através de dados coletados, observa-se que, no Japão, o aumento no agregado monetário, nos últimos anos, não tem afetado significativamente a taxa de juros, ficando evidenciada a ineficácia da política monetária em estimular a demanda agregada, ou seja, ficando clara essa situação de armadilha de liquidez.

O segundo capítulo mostra que a crise financeira levou o Japão a passar por sua pior recessão dos últimos cinquenta anos, registrando taxas de desemprego jamais vistas no país. Ele se encontra numa situação totalmente incomum, a de armadilha de liquidez.

No terceiro e último capítulo será visto, primeiramente, o novo quadro mundial de globalização financeira e como o Japão se inseriu neste contexto. Depois, será visto que as taxas de juros internas baixas, o programa *Big Bang* de liberalização e a falta de demanda por crédito, devido à recessão interna,

estimularam os bancos japoneses a buscar novas fontes de rentabilidade nos mercados emergentes, principalmente nos do sudeste asiático. Estes se encontravam em acelerado ritmo de expansão e eram politicamente estáveis, no início dos anos noventa. É observado, desde então, que os bancos japoneses se tornaram responsáveis por cerca de um terço dos empréstimos feitos à Tailândia, Indonésia e Coréia do Sul.

Utilizarei o texto de KRUGMAN (1998) para entender o porquê da crise da Ásia e o texto de COSTA (1999) para entender o quê detonou esta crise. Ambos dão importância aos investimentos especulativos, aos excessivos empréstimos de alto risco e à inflação dos preços dos ativos. Uma vez que os empréstimos japoneses a estes países não foram renovados, houve uma venda sincronizada em diversos mercados, tanto para a realização dos lucros como para a quitação das linhas de crédito tomadas em ienes. Isto fez com que as bolsas do mundo todo despencassem e gerassem uma fuga de capitais dos principais países emergentes.

A crescente presença das instituições financeiras japonesas nos principais centros financeiros do planeta, juntamente com o tamanho de sua economia e o alcance global de suas companhias, deram claramente ao Japão uma influência excepcional no mundo. Isto mostra que qualquer problema na economia japonesa afeta o resto do mundo, pois o país é considerado o maior credor do mundo, com um PIB de, aproximadamente, US\$ 3,7 trilhões e reservas em torno de US\$ 230 bilhões. Até mesmo a maior potência mundial, os Estados Unidos, é financiada pelo Japão, onde cerca de 25% de seus títulos de dívida pública estão nas mãos dos japoneses.

Concluir-se-á, neste trabalho, que a hipótese assumida é de grande valor analítico, já que quando os bancos japoneses foram mais rígidos na concessão de seus créditos e não renovaram seus empréstimos para os países do Sudeste Asiático, houve uma série de vendas sincronizadas em diversos

mercados de ativos, impactando negativamente os mercados do mundo, principalmente os dos países emergentes. Nestes houve uma saída desordenada de capitais em direção às aplicações mais seguras, especialmente em direção aos bônus do tesouro americano.

A base de pesquisa deste trabalho está na referência bibliográfica, mas também foi utilizado, em grande parte, artigos de jornais sobre o assunto, desde o ano de 1995 até os dias de hoje. Os principais jornais utilizados foram a Gazeta Mercantil, a Folha de São Paulo e o Estado de São Paulo.

CAPÍTULO 1

ORIGEM DA CRISE FINANCEIRA

1.1. Introdução

Para responder a hipótese, assumida neste trabalho, de que se a crise financeira japonesa foi a detonadora da crise mundial atual, é necessário saber o ponto de partida da crise nipônica e qual a sua relação com o resto do mundo.

A partir da leitura de diversos autores sobre o assunto, penso ser interessante iniciar este trabalho, numa primeira seção, mostrando a importância do sistema financeiro japonês, no pós-guerra. É neste momento que ele adquire um papel importante e imprescindível na estratégia de crescimento administrada pelo governo.

É relevante, numa segunda seção, dizer que, com a primeira crise do petróleo, houve adoção de uma desregulamentação financeira que fez com que os bancos comerciais perdessem o seu “espaço cativo” no fornecimento de crédito para as indústrias. Estes bancos se viram em meio a necessidade de buscar novas fontes de rentabilidade externa e interna, principalmente nos mercados internacionais de títulos e empréstimos. Concederam crédito fácil para o setor imobiliário, o que será tratado numa seção seguinte.

Mas o leitor pode estar se perguntando: o que tudo isso se relaciona com o resto do mundo? Esta pergunta será respondida numa quarta seção, onde trataremos a relação da economia japonesa com o exterior, a partir da pressão dos EUA para uma maior abertura da economia japonesa.

É neste novo ambiente de desregulamentação e liberalização financeira, conjugado ao uso de informações confidenciais e outras condutas ilícitas, que há a formação da "bolha especulativa", tanto no mercado de ações como no imobiliário, que será analisada em uma quinta seção. E na sexta e última seção trataremos do fim da economia de bolha, no mercado de ativos.

LEVI (1996), em sua dissertação de mestrado fez uma amostra completa da formação desse sistema até sua desregulamentação, nos anos 80. Portanto, será de grande utilidade alguns pontos de seu trabalho para analisar o papel dos bancos comerciais na política de crescimento do governo. Esta autora possui uma opinião sobre o porquê da reversão do ciclo econômico, mas que, no meu ponto de vista, está incompleta, sendo necessária a opinião de outros autores como COSTA (1999), LINCOLN (1998) e TORRES FILHO (1997) para finalizar e enriquecer esta análise sobre a reversão do quadro econômico japonês.

1.2. Sistema financeiro japonês

O sistema financeiro japonês foi criado com o objetivo de financiar a atividade produtiva industrial. A ação estatal se dava via uma política de crédito administrado, na qual coordenava os grandes grupos econômicos financeiros chamados *Keiretsus*. Estes eram as associações dos treze bancos comerciais, chamados *City Banks*, e as indústrias. Assim, cada *Keiretsu* era a associação de um *City Bank* com um determinado setor industrial.

Deste modo, a política monetária do governo possuía um caráter acomodativo e seletivo. Seletivo porque o banco do Japão, que é a autoridade monetária japonesa, tratava cada tipo de tomador de forma diferenciada, pois sabia que quando emprestasse para um determinado banco comercial, sabia especificamente qual setor industrial estaria favorecendo. Assim, a autoridade monetária poderia controlar a quantidade de reservas bancárias que seria

fornecida ao sistema, os agentes que receberiam o crédito, o momento e os custos da transação. Acomodativo porque garantia a certos setores o acesso privilegiado ao crédito.

Com o intuito de direcionar as reservas bancárias para os setores que o governo queria favorecer, foi criada a Lei de Ajuste Temporário das Taxas de Juros, que dava poderes ao Banco do Japão para estabelecer as taxas de juros máximas para o conjunto de instrumentos de captação do sistema financeiro. Esta lei também servia para dar estabilidade ao sistema financeiro, evitando a competição dos bancos no mercado de créditos, em tempos de reconstrução. Outro instrumento usado para controlar a concorrência interbancária era a restrição quanto à ampliação da rede de agências e proibições quanto à concessão de vantagens aos correntistas.

Assim, o mercado de ações não foi utilizado em grande escala para o financiamento, pois a emissão de ações era vista como concorrente a concessão de créditos através dos bancos comerciais, podendo dificultar a política monetária do governo. Deste modo, as operações de empréstimos e de redesconto eram restritas aos treze *City Banks*, tornando um “mecanismo de adiantamento do poder de compra ao setor que concentrava a expansão do investimento”. Portanto, fica claro que os treze *City Banks* eram os grandes fornecedores de crédito para as indústrias até os anos setenta.

O que LINCOLN acrescenta nesta análise é que o governo japonês regulava a economia com “mão de ferro” por não confiar nos mercados privados. Esta idéia foi reforçada à medida que restringiu o volume e o papel dos mercados de ações e títulos, já que os bancos eram passíveis de maior controle.

Em síntese, podemos notar que, desde o final da década de quarenta até início dos anos setenta, a economia japonesa operou com mercados extremamente regulados. Esta regulamentação assegurou elevados lucros para

as instituições financeiras que, em troca, colocavam-se sob a orientação da política monetária seletiva e acomodativa do governo. Como esse sistema funcionou bem, no período de crescimento acelerado, não fica difícil de entender porque os japoneses queriam preservá-lo. Mas, este período de prosperidade chegou ao fim em 1973, com o primeiro choque do petróleo, quando o Japão passou a registrar taxas de crescimento em torno de 4% ao ano até início dos anos noventa, sendo que, desde o pós guerra até então, as taxas se encontravam em patamares acima de 10%.

1.3. Desregulamentação financeira

Com a crise do petróleo em 1973, devido à grande alta dos preços desse combustível, do qual a economia japonesa é tão dependente, houve queda da atividade produtiva, que levou a uma diminuição da demanda por financiamento, em consequência da queda nos investimentos. Em decorrência, caiu a fonte de rentabilidade dos *City Banks* e a receita fiscal do governo. A partir de então, o país passou por várias modificações na sua estrutura financeira. Foram mudanças lentas e graduais, já que havia uma grande burocracia conservadora estatal que não queria o desmantelamento de um sistema mercantilista, com mercados domésticos protegidos e exportadores fortes.

A desregulamentação se deu, principalmente, devido ao crescimento da dívida pública, quando o Estado japonês precisou vender seus títulos, sendo necessária a formação de um mercado de títulos públicos. Deste modo, o governo flexibilizou o processo de formação das taxas de juros e as condições de recompra (prazos e juros) de seus papéis junto aos *City Banks*. Estas medidas colocavam o sistema seletivo de crédito em risco, já que passou a desvincular a evolução da dívida pública da ação de sua política monetária. Também aumentou a competitividade financeira, pois os bancos comerciais tiveram que dividir sua

participação no mercado de reservas bancárias com outras instituições, levando-as a atuarem em outros campos.

Com a desregulamentação, os bancos comerciais, motivados pela possibilidade de compensar a perda de hegemonia desfrutada anteriormente na condição de monopolizadores de crédito às empresas, caminharam rumo a assunção de maiores riscos, diversificando suas áreas de atuação:

1. exploraram o mercado de empréstimos de longo prazo, onde não possuíam sustentação do governo, levando a um descasamento do ativo com o passivo.
2. diversificaram seus clientes, aumentando seus empréstimos para empresas de médio e pequeno porte, para o consumo e outros segmentos do setor financeiro e imobiliário.

LINCOLN acrescenta, ainda, que o fornecimento de crédito passou a ser feito através do critério de triagem, baseado em relacionamentos pessoais. De forma tal que “o instinto de manada dos banqueiros japoneses simplesmente tomou o lugar de análises mais rigorosas”¹.

1.4. Relação com o resto do mundo

Com a reconstrução, do pós guerra, o país adquiriu uma grande capacidade exportadora, obtendo elevados superávits comerciais. Este saldo positivo decaiu a partir de 1973, mas volta a crescer novamente na década de oitenta, tornando o Japão o maior credor do mundo. Mas, tudo isto o levou a ter problemas importantes a respeito de:

1. como realizar transferências para o exterior de seus excedentes em moeda estrangeira, principalmente dólares, sem consequências para a economia interna.

¹ LINCOLN, E. J., “A Desordem Financeira no Japão”, in *Gazeta Mercantil*, n. 21, junho/1998.

2. como enfrentar as pressões norte-americanas para a liberalização de seu mercado financeiro, devido à perda de competitividade dos produtos americanos, devido à valorização do dólar.

Em 1984, Japão e EUA assinaram o *US-Japan Accord*. Nele, o Japão se comprometeu a promover uma série de mudanças que pudessem elevar a demanda internacional do iene, para que houvesse sua valorização em relação ao dólar, melhorando o balanço comercial americano em relação ao Japão.

A partir de então, o governo japonês começa a fazer a abertura de canais para o retorno dos capitais provenientes dos superávits comerciais para o exterior. Assim, o Banco do Japão foi obrigado a flexibilizar, significativamente, o seu monopólio cambial, para esterelizar estes superávits. A desregulamentação do mercado de câmbio e a liberalização se deu através de quatro medidas:

1. Introdução de instrumentos financeiros denominados em moeda estrangeira no sistema financeiro doméstico.
2. Acesso de agentes domésticos a instrumentos financeiros disponíveis no exterior.
3. Permissão para que os agentes estrangeiros se utilizassem de instrumentos financeiros disponíveis no sistema financeiro doméstico.
4. Criação do mercado de *euro-ienes*.

É a segunda medida que vai nos guiar para responder à questão a respeito da relação dos agentes japoneses com o resto do mundo. Pois, como já visto, a desregulamentação financeira abriu espaço para um aumento da concorrência entre as instituições financeiras. Desta forma, à medida que o governo ia relaxando as restrições regulatórias externas, os bancos, as seguradoras, distribuidoras de valores passaram a investir pesado no mercado externo, principalmente na compra de títulos do tesouro norte-americano e no mercado de *euro-dólares*, com o intuito de recuperar a rentabilidade perdida com o aumento da concorrência neste setor.

Com a crescente presença das instituições financeiras japonesas nos principais centros financeiros do planeta, elas passaram a ocupar os primeiros lugares no ranking das maiores do mundo, conforme dados de LEVI (1996). Portanto, fica claro que uma crise nessas instituições financeiras abalaria os centros financeiros nos quais elas possuem investimentos.

1.5. Formação da bolha especulativa

Sobre a formação da bolha especulativa no Japão, há autores com análises mais econômicas e outros com análises mais policiais. Os primeiros analisam situações econômicas legais e os segundos apresentam uma análise de relações de pessoas corruptas do governo com gangues de criminosos, mais conhecida no Japão como *Yakuza*.

Iniciarei pela análise mais econômica, na qual não se utiliza como variáveis os escândalos descobertos com o estouro da bolha. LEVI e TORRES FILHO são autores que seguiram essa linha de pensamento. A autora diz que a bolha foi fruto da conjugação de um determinado ambiente institucional, que surgiu a partir da desregulamentação financeira, e o contexto internacional emergente na segunda metade da década de oitenta. Devido a estes dois fatores houve uma tendência à valorização da Bolsa de Tóquio, em 1983, quando foi consolidada a expectativa de valorização do iene frente ao dólar, estimulando os agentes japoneses a se endividarem em moeda estrangeira.

LEVI (1996) diz que para evitar que o "iene forte" gerasse uma queda da taxa de crescimento econômico e da taxa de lucro dos setores exportadores, o Banco do Japão adotou uma política monetária expansionista de taxas de redesconto baixas, em torno de 2,5% ao ano, enquanto que a americana se encontrava em torno de 6% ao ano. Estas duas circunstâncias, valorização do

iene e queda da taxa de redesconto, aprofundaram ainda mais a tendência de valorização da Bolsa de Tóquio. Este contexto estimulou os agentes japoneses a aplicarem em títulos denominados em outras divisas, principalmente em dólar, já que o diferencial de juros se encontrava maior nos EUA.

No mercado imobiliário, a autora diz que o processo especulativo se inicia meses antes do *Boom* no mercado de ações, devido aos empréstimos fáceis e baratos, conseguidos junto aos bancos. Desta maneira, as famílias, as empresas e principalmente as instituições financeiras não bancárias aumentaram rapidamente seus investimentos em imóveis.

“O processo especulativo, uma vez em andamento, criou condições de sua própria reprodução em escala ampliada. A valorização dos ativos ocasionava um crescimento do patrimônio dos investidores. Este capital adicional aumentava-lhes a capacidade de endividamento junto ao setor bancário, já que no Japão, os empréstimos são, geralmente, garantidos por ações ou terras. Muitas empresas faziam, então uso desse novo potencial de alavancagem financeira para carrear ainda mais recursos para as bolsas e o mercado imobiliário, ampliando ainda mais o valor deste ativos, o que realimenta o processo.” (TORRES FILHOS, pg.396)

Então, podemos dizer que, para estes autores, que possuem uma explicação mais econômica sobre o quê ocorreu no setor financeiro japonês, a desaceleração da atividade econômica provocou um “desmantelamento” gradativo e parcelado deste setor. Ansiosos por abrir novas frentes de negócios, os grandes bancos comerciais começaram a proporcionar créditos imobiliários. Sob o estímulo e a orientação do Ministério das Finanças, passaram a investir, agressivamente, no exterior à medida que as restrições iam sendo diminuídas. Também passaram a lidar com tomadores de empréstimos pouco conhecidos. No entanto, continuaram supondo que o Ministério de Finanças iria garantir a viabilidade deles. Assim, a negligência desses bancos alimentou a especulação com imóveis e ações, ou seja, alimentou a bolha especulativa nesses dois mercados.

Concordando com LINCOLN, essa é uma explicação mais econômica para o que ocorreu, já que os escândalos que eclodiram nos anos noventa revelaram-lhe exemplos chocantes de uso de informações confidenciais e outras condutas ilícitas. O autor, em seu artigo, diz que, nas distribuidoras de valores, investidores privilegiados contavam com lucros garantidos em suas carteiras patrimoniais. concediam-se empréstimos enormes a pequenas empresas empenhados apenas em especular em mercados de ações e imobiliário. Grandes bancos não hesitavam em recomendar clientes desonestos à instituições subsidiárias ou cooperativas de crédito, a fim de manter os empréstimos fora de suas demonstrações financeiras, sem ao mesmo tempo deixar de lucrar com os negócios espúrios. Funcionários do Ministério das Finanças alertavam os bancos sobre as datas das fiscalizações e, com recompensa, eram convidados para luxuosas festas e recebiam outros favores. Ocorreram até mesmo alegações de que este Ministério teria aprovado e recomendado esquemas ilegais para encobrir problemas financeiros.

Deste modo, podemos abandonar a idéia de que apenas fatos legais fizeram parte da formação de economia de bolha, no qual teve principal consequência o risco moral (*moral hazard*), devido à suposição de que o Ministério das Finanças estaria garantindo a estabilidade do sistema financeiro, como prestador de última instância. Como diz COSTA (1999): "o mundo descobriu o risco imoral: as ligações entre companhias japonesas e a máfia (*Yakuza* ou *Sokaiya*), que através de chantagens influem nas decisões empresariais, fraudam balanços, manipulam bolsas de valores".²

Verificou-se que até 10% dos créditos em liquidação³ foram concedidos para a *Yakuza*. Isto mostra que não somente a máfia foi a culpada pela formação da economia de bolha, mas mostram que os órgãos reguladores e os grandes

² COSTA, F.N., "Ópera do Malandro", in www.eco.unicamp.br/artigos/avulsos/artigo52.html.

³ Dados retirados da Gazeta Mercantil do dia 2 de fevereiro de 1996.

bancos nada fizeram para impedir que instituições financeiras menores e altamente alavancadas acumulassem enormes dívidas que as forçaram a adotar práticas cada vez mais irresponsáveis.

Pode-se concluir, portanto, que a formação desse processo especulativo no mercado acionário e imobiliário se deu devido a conjugação de quatro fatores principais:

1. desregulamentação financeira;
2. cenário internacional favorável;
3. frouxidão do governo em impedir situações de risco e fazer “vista grossa” para ações ilegais;
4. quadro de cooperação entre a elite do Ministério das Finanças, os políticos, os executivos bancários e as gangues criminosas.

Houve, como dito, a conjugação do risco moral e do “risco imoral”.

1.6. Reversão do ciclo econômico japonês

COSTA (1999) mostra que, historicamente, se reconhece no capitalismo que um *boom* é sempre seguido por um *crash*, no mercado de ativos. A crise, quando não ocorre por razões endógenas (resultante da reversão de expectativas das forças de mercado), deriva de choques exógenos que são inevitáveis (reversão da política monetária de juros baixos).

Corroborando o que COSTA diz, LEVI mostra que, no caso japonês, o estouro da bolha ocorreu devido a intenção declarada do governo de interromper o processo especulativo, quando as autoridades japonesas reverteram a política monetária, elevando rapidamente a taxa oficial de redesconto. 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.

Consequentemente, as cotações do mercado acionário caíram em ritmo acelerado, praticamente eliminando a demanda por novas ações, e interrompendo o processo de conversão e exercício de direito de aquisição dos papéis já existentes. Desta mesma forma, só que meses mais tarde, a bolha no mercado imobiliário também cedeu. Podemos, portanto, verificar que o *crash* no mercado de ativos foi causado por um choque exógeno, na medida em que o governo quis frear a economia de bolha. Houve, posteriormente, a deflação de ativos, pois o valor das empresas chegou a cair 50% por causa do estouro das bolhas.

O prejuízo incluiu volumosos créditos de liquidação duvidosa, cuja magnitude exata até hoje é desconhecida . Dezenas de instituições financeiras do país, das pequenas cooperativas de crédito e cooperativas agrícolas aos bancos regionais e até mesmo os bancos comerciais maiores de renome internacional estiveram sobrecarregados por imensos *portfólios* de crédito em liquidação, devido aos empréstimos feitos, irresponsavelmente, no período do *boom*.

CAPÍTULO 2

CONTÁGIO INTERNO

2.1. *Introdução*

Para analisar a hipótese deste trabalho segundo a qual a crise financeira japonesa foi a detonadora da crise atual nos países emergentes, temos que saber agora como ela impactou a economia nipônica, para depois respondermos como ela expandiu-se o resto do mundo. No primeiro capítulo, foi analisado o porquê da formação e do estouro da “bolha” especulativa neste país.

Portanto, neste segundo capítulo será analisado como a crise financeira afetou a concessão de créditos para o setor produtivo, afetando o nível de investimento e, conseqüentemente, o nível de atividade econômica. Em decorrência disso, houve aumento da taxa de desemprego, que registrou recordes. Ademais, verificou-se uma significativa queda no consumo em função da incerteza dos consumidores que aumentaram sua propensão a cortar gastos.

Muitos autores têm dito que o quadro recessivo japonês é uma situação clara de *armadilha de liquidez*, já que observou-se no país uma grande retenção de moeda por parte dos consumidores por causa das taxas de juros próximas a 0,5% ao ano. O governo já adotou diversos pacotes, mas não têm surtido efeitos para fazer com que a economia retome o crescimento.

Numa primeira seção, através da ajuda do artigo de NOHARA (1997), analisarei como a crise financeira se alastrou para a economia real japonesa, gerando a maior recessão dos últimos quarenta anos. Na segunda seção, analisarei o quadro japonês e verei se há ou não *armadilha da liquidez*. Para finalizar, a última seção será a análise de algumas opiniões sobre possíveis remédios para a crise interna do Japão, como a de Krugman e a do FMI, ou seja, de Fischer.

2.2. Crise Econômica

Nesta seção será feita uma análise de como a crise financeira japonesa se alastrou para sua economia real. O texto de NOHARA (1997) nos será de grande utilidade, já que a autora explica a crise através da abordagem da informação assimétrica e não através do enfoque monetarista. Este caiu em descrença, pois os fatos não se comportavam segundo as teorias, que diziam que as crises financeiras eram um grave desequilíbrio entre oferta e demanda dos meios de pagamentos, mas não conseguiam definir quais seriam os meios de pagamentos.

A abordagem da informação assimétrica deslocou a atenção dos passivos, que era a moeda, para os ativos, que eram os empréstimos, aceitando a endogeneidade da moeda. Neste contexto, os bancos são vistos como os principais atores do mercado financeiro, pois são instituições especializadas em processamento de informações relevantes a respeito da viabilidade dos projetos de investimentos. Os bancos estariam bem equipados para determinar a qualidade dos devedores. No entanto, há custos de informação que dependerão da realidade institucional e da conjuntura econômica, isto é, a informação a respeito do risco de crédito é inerentemente assimétrica. Há carência de conhecimento por parte do credor sobre as atividades do devedor.

Nesta abordagem, NOHARA (1997), diz que a variável sobre a qual recai a decisão da administração bancária é a qualidade dos empréstimos e investimentos. Este é um aspecto crucial para se passar da concepção da irracionalidade do pânico bancário própria da teoria monetarista para a visão do pânico enquanto evento racional, provocado pela perda patrimonial. A concessão de crédito não depende apenas da oferta monetária, mas também de outros fatores, tais como o desempenho econômico, o lucro das empresas, a política fiscal e a variação do risco dos negócios. É o cuidado com os ativos

(empréstimos) que transforma os ativos desejáveis enquanto meios de pagamentos, evitando a redução de seu valor e a corrida bancária, provocada pela perda de sua credibilidade. Portanto, é necessária a avaliação dos pagadores.

Um fator relevante, salientado pela autora, é a capacidade creditícia das empresas, que dependem de seus balanços contábeis, ou seja, a razão entre valor dos ativos e seu endividamento. Desta maneira, na concessão de crédito, o que importa é a cotação das empresas na bolsa de valores, pois, se há queda na bolsa, há um aumento do índice de endividamento da empresa, mesmo com novos créditos. Isso sinaliza dificuldades para o fluxo de caixa e maiores riscos de inadimplência. Portanto, a capacidade creditícia das empresas depende do preço dos ativos, do fluxo esperado de renda a eles associado e da taxa de juros.

NOHARA (1997) destaca também o aumento da incerteza no mercado financeiro como um fator de extrema importância, porque dificulta a percepção (informação) dos bancos sobre a qualidade dos devedores. Isto aumenta os custos de informação e reduz o valor líquido esperado dos ativos reais, que são os empréstimos, provocando o rápido crescimento da seleção adversa⁴. Este crescimento aumenta as atitudes de risco moral (*moral hazard*), o que reduz a eficiência do mercado financeiro e a do sistema econômico.

A autora diz que os fatos que sinalizam a crise financeira são o aumento da taxa de juros e do diferencial de risco (*spread*) exigido pelos bancos, redução dos patrimônios e altas seguidas por quedas, nas bolsas. Estas são as variáveis explicativas dos adeptos da teoria da informação assimétrica, que se adaptam melhor aos eventos que acompanham as crises financeiras.

⁴ A seleção adversa é quando os tomadores que têm projetos que apresentam um risco menor do que sinalizado pela média de risco não tomarão crédito, devido ao elevado pânico de risco solicitado pelos credores. Desta forma, o risco de inadimplência aumenta e a eficiência alocativa do sistema é reduzida.

No decorrer de seu texto, NOHARA utiliza a análise de Minsky para mostrar como a crise financeira se alastra para a economia real, sendo que a razão para esta crise maior é que o investimento feito no passado pode justificar e interromper os investimentos presentes e futuros. Isto, segundo esse autor, ocorre quando os lucros obtidos com o investimento financiado no passado não correspondem às expectativas, comprometendo o pagamento das dívidas. Afeta o investimento presente e futuro, as condições financeiras, o lucro futuro e a demanda agregada.

A crise financeira se iniciaria com um aumento da taxa de juros, que eleva o custo total das empresas. Estas elevariam seus preços, gerando inflação. Consequentemente, as receitas e os lucros cairiam, juntamente com a fonte interna de financiamento. Haveria, neste contexto, a possibilidade de queda na avaliação das empresas na bolsa de valores, devido ao aumento dos índices de endividamento das empresas, mesmo sem empréstimos adicionais. Como já dito, o índice de endividamento influencia na avaliação dos bancos para a concessão de crédito, pois aumenta o risco dos bancos. Com isso, dificulta-se o crédito. Portanto, o investimento financiado declina, juntamente com a renda e os lucros das empresas. Consequentemente, as empresas vão querer vender seus ativos, o que aumenta sua oferta e reduz seus preços, aumentando, novamente, os índices de endividamento. Isto diminui, novamente, os investimentos financiados e faz com que a economia caia numa espiral de dívidas e deflação, ou seja, faz com que a economia caia em uma depressão. Minsky salienta que “somente na presença de fragilidade financeira um choque reunirá as condições para a precipitação da crise”.

É interessante notar a semelhança da crise financeira japonesa com a explicação da informação assimétrica. No caso nipônico, os bancos foram os principais atores que tinham como função a avaliação da qualidade de seus empréstimos e investimentos, mas esta função na realidade não foi bem cumprida. Como visto no capítulo anterior, o fornecimento de crédito era feito através do

critério de triagem baseado em relacionamentos pessoais de forma que o “instinto de manada dos banqueiros japoneses simplesmente tomou o lugar de análises mais rigorosas”⁵.

Como se pensava que os bancos não estavam fazendo seleção adversa, ou seja, que estavam avaliando corretamente seus pagadores, os ativos se transformaram desejáveis enquanto meios de pagamentos. A alta nas bolsas do Japão aumentavam, então, a capacidade creditícia das empresas. Assim, houve o aumento dos créditos aos projetos de maiores riscos e do risco moral. Em função disto, a eficiência alocativa do sistema financeiro foi reduzida.

Como os custos de empréstimos eram baixos, ocorreu uma busca incessante das corporações para a ampliação das fontes de rentabilidade ligadas ao mercado financeiro. O montante de recursos captados em mercado pelas corporações foi muito superior à parcela de suas necessidades de financiamento do investimento produtivo não cobertas pelas disponibilidades de auto financiamento. Isto era chamado de *gap financeiro*⁶, que foi um importante instrumento para que as empresas sustentassem seus lucros. Porém, o fato de os ganhos obtidos na produção estarem sendo desviados para gerar lucros não-operacionais faz com que as corporações parassem de fortalecer suas posições de longo prazo, nos mercados em que atuavam.

A crise financeira japonesa foi detonada quando, através de uma intenção declarada do Ministério das Finanças em acabar com a bolha especulativa aumentou taxa de juros e orientou os bancos a limitar a concessão de crédito para o setor imobiliário. Houve, conseqüentemente, aumento do diferencial de juros (*spread*) exigido pelos bancos⁷, queda do valor dos patrimônios⁸ e na bolsa de valores.

⁵ LINCOLN, E. J., “A Desordem Financeira no Japão”, in *Gazeta Mercantil*, n. 21, junho/1998.

⁶ Gap Financeiro era a diferença entre empréstimos para investimento especulativo e empréstimo para investimento produtivo.

⁷ Dados retirados da *Gazeta Mercantil* do dia 22/02/1999.

Corroborando a análise de Minsky, com a queda das bolsas do Japão, depois do estouro da bolha especulativa, “os lucros das empresas de pequeno e médio porte, que se encontravam altamente endividadas juntos aos bancos” (LEVI, pag.328) caíram e não corresponderam às expectativas, comprometendo os pagamentos de suas dívidas. Assim, tiveram que refinarçar seus passivos e incorreram em pesados encargos, devido à reversão da política monetária e a maior seletividade dos bancos em suas políticas de concessão de crédito, dada a associação de maiores riscos a essas operações.

A partir do estouro da bolha, os bancos foram sendo obrigados a registrar um elevado volume de créditos de retorno difícil, ou como alguns autores dizem, de “créditos podres”, acumulando grandes prejuízos. Em decorrência disto, os bancos não puderam mais permitir-se conceder empréstimos indiscriminadamente, pois foram pressionados por acionistas, concorrentes estrangeiros e autoridades regulamentadoras a adotar medidas rigorosas. Com isto, as empresas quiseram vender seus ativos, principalmente ações e imóveis, aumentando a oferta e reduzindo seus preços. Isto diminuiu ainda mais os novos investimentos, já que afetou novamente os índices de endividamento das empresas japonesas.

Como Minsky salientou, somente na presença de fragilidade financeira que um choque levará a uma crise. No caso japonês, havia uma grande fragilidade financeira, devido, principalmente, à presença do risco moral e do “risco imoral”. Isto levou o Japão, a partir de 1992, a submergir na pior recessão dos últimos 50 anos⁸, com uma desaceleração do consumo privado e uma retração da formação bruta de capital fixo.

⁸ Dez meses após o estouro da bolha 50% do valor das ações das empresas japonesas havia simplesmente evaporado (TORRES, pag.399).

2.3. Armadilha da Liquidez

Nesta segunda seção, será analisado se há de fato a situação de armadilha da liquidez no quadro econômico japonês. Veremos, primeiramente, a partir de manuais de macroeconomia, o que seria uma situação de armadilha de liquidez. Depois, veremos o quadro econômico no qual o país se encontra e, posteriormente, concluiremos se há ou não esta situação.

Segundo os manuais de macroeconomia¹⁰, uma economia se encontra na armadilha de liquidez quando o público está propenso, em uma dada taxa de juros, a deter qualquer volume de moeda que for ofertado. Neste caso, a política monetária sustentada via operações de *open market* não tem nenhum efeito sobre a taxa de juros ou sobre o nível de renda. Isto implica que a curva LM é horizontal e que variações na quantidade de moeda realmente não a deslocam.

Há uma armadilha de liquidez quando a taxa de juros é próxima a zero e o público aguarda sua elevação para fazer suas aplicações financeiras. Quando isto ocorre, o público não quer deter qualquer obrigação, uma vez que a moeda, que não paga juros, tem a vantagem de ser utilizável em transações. Da mesma forma, se a taxa de juros fosse próxima de zero, aumentos na quantidade de moeda poderiam não induzir alguém a comprar obrigações. Um aumento na oferta monetária de fato não teria nenhum efeito sobre a taxa de juros ou sobre a renda, e a economia estaria em uma armadilha da liquidez. Nessa circunstância, a política monetária não tem nenhum efeito sobre a taxa de juros e, portanto, sobre o nível da renda.

O quadro econômico interno japonês tem passado por diversas dificuldades. A partir do estouro da bolha, a economia entrou em um longo período

⁹ Dado retirado da Gazeta Mercantil de 24/09/1998.

¹⁰ DORNBUSCH, R.; FISCHER, S., Macroeconomia, Quinta edição, Makron Books, 1991. Pag.163.

de retração, de 1992 à 1995, a taxa de crescimento econômico médio foi de 1% ao ano, o desemprego permaneceu em taxas jamais vistas no país, o sistema bancário ficou bastante debilitado com a acumulação de cerca de US\$ 700 bi em empréstimos duvidosos, lançados como prejuízos nos balanços. Houve a falência de bancos e cooperativas de créditos, como o Hyogo Bank LTDA, a Cosmo Shinyo Kumiai¹¹, e também a Yamaichi Securities e o Hokkaido Takushoku Bank. Assim, a economia ficou por um longo período na eminência de uma corrida bancária. Em 1996, a economia por fim mostrou sinais de recuperação, crescendo vigorosos 3,6%, em parte devido a uma política fiscal expansionista, incluindo um corte temporário no imposto de renda, em 1994. Porém, em 1997, o Ministério das Finanças revogou o corte e aumentou impostos, diminuindo o PIB em 2,5% e impactou, psicologicamente, famílias e empresas de uma forma negativa.

Com a retração da economia doméstica, os superávits do balanço de transações correntes voltaram, no período de 1994 e 1995, a seus limites históricos máximos, no que toca os EUA, e atingiram níveis em precedentes, frente aos países do sudeste Asiático. Isto se deu em boa medida, decorrente do ajuste recessivo que seguiu o estouro da bolha, ou seja, devido à queda da demanda interna (TORRES, pg. 401).

Durante os anos posteriores (92/95) à bolha, o déficit público, acumulado pelos governos centrais e regionais, tinha alcançado quase o tamanho do PIB japonês. Atualmente, o supera. Então, nesse período, o crescimento da economia foi gerado, em grande parte, pelos enormes volumes de gastos públicos, cerca de US\$ 572,7 bilhões¹². Quando este dinheiro gerou riqueza, muitos japoneses, preocupados com a possibilidade de perder o emprego e seus investimentos na combalida economia japonesa, retiveram qualquer renda extra que obtiveram em vez de comprar produtos e serviços. Assim, a tendência cultural de poupar dos japoneses somou-se com a preocupação com a própria crise, onde o desemprego

¹¹ Dados retirados da Gazeta Mercantil de 31/08/95 e 02/08/95, respectivamente.

¹² Dado retirado da Gazeta Mercantil de 23/03/98.

é recorde e os índices de falência de pequenas e médias empresas são os maiores da história do país. “Mas apesar dos auspiciosos investimentos estatais, de redução dos impostos e de uma taxa de juros quase próxima a zero (0,5% a partir de 1995), a conjuntura padeceu seriamente até o fim de 1995”¹³.

A partir de então, o governo cria o Big Bang, que é um profundo programa liberalizante, que tem como meta desregulamentar o setor financeiro até o ano 2001. Mas como Krugman diz, o Japão está preso em um círculo vicioso, o qual ele chama de dilema japonês: “cresce pouco porque há pouca demanda e a demanda é pequena porque a economia está crescendo pouco”.

Foi observado que a taxa de juros de curto prazo (*call loan rate*) declinou a um nível recorde, a partir do final do ano de 1995. Ao mesmo tempo, contudo, o aumento do agregado monetário M1 acelerou, consideravelmente, subindo de um nível abaixo de 2% para aproximadamente 18%, enquanto as taxas de juros caíram próximas a zero¹⁴. Foi verificado também, que depois do final de 1997, houve um aumento significativo nos ativos dos bancos japoneses, cerca de US\$179 bi com o objetivo de garantir a sobrevivência destes bancos, mas não houve aceleração da inflação¹⁵.

Com essas informações, fica evidenciada a ineficácia da política monetária em estimular a demanda agregada, pois apesar de o governo injetar moeda na economia, a taxa de juros tem permanecido próxima a zero e os consumidores têm permanecido em “greve” para comprar bens e serviços, aumentando sua propensão a cortar gastos, mesmo com taxas de retorno pequenas. Desta forma, fica clara a situação de armadilha de liquidez na qual a economia japonesa se encontra.

¹³ Dado retirado da Folha de São Paulo de 04/08/96.

¹⁴ Dado retirado de GUSHI, J., POZZI, H., “Estudo econométrico sobre a presença da armadilha de liquidez no Japão”, in Formação Econômica, vol.2, jun/dez. 1998. Campinas.

¹⁵ Dados retirados da Gazeta Mercantil de 24/03/1998.

2.4. Soluções Alternativas

Nesta última seção, exporemos e analisaremos algumas soluções alternativas para que a economia japonesa retome seu crescimento. Utilizaremos as opiniões de KRUGMAN (1998), que crê na armadilha de liquidez, e do FMI.

Em seu artigo *Japan's trap*, KRUGMAN apresenta soluções para os problemas existentes na economia japonesa. Para o autor, o Japão está produzindo certamente bem abaixo da sua capacidade produtiva, isto é, o problema enfrentado pelo Japão é caracterizado pela demanda e não pela oferta. As soluções sugeridas pelo autor são as seguintes: reforma tributária, política fiscal expansionista e política monetária não convencional, onde esta última, com um aumento permanente da oferta de moeda, ocasionaria uma taxa de inflação esperada, assim reduzindo a taxa de juros real, efetivando a taxa de juros real negativa.

Já a opinião do FMI é que o governo japonês implante medidas fiscais expansionistas, como reduzir o imposto sobre a renda, tanto das empresas como das pessoas, para que estimule a economia a produzir e a consumir. Assim, para o FMI, o problema japonês é tanto de oferta como de demanda.

A partir dos antecedentes históricos, vemos que uma política fiscal expansionista pode resolver, mas tem que se pensar que a dívida pública acumulada é bastante volumosa. Portanto, a alternativa de KRUGMAN parece ser interessante para estimular a demanda agregada, pois conjuga diversas reformas em diversos campos da economia. Seria uma boa maneira de o governo tentar fazer com que a economia retomasse seu crescimento.

CAPÍTULO 3

CONTÁGIO EXTERNO

3.1. Introdução

Este terceiro capítulo é de grande importância para a conclusão deste trabalho, pois a partir dele veremos como o Japão se relacionou com os países emergentes, principalmente os do sudeste asiático. Parece ser esse o estopim da crise nesses países. Poderemos, a partir de então, responder a hipótese deste trabalho de que se a crise financeira japonesa desencadeou a crise atual dos países emergentes, já que veremos a relação do Japão com o resto do mundo, a partir do fim dos anos oitenta.

É interessante iniciar este capítulo usando o texto de PLIHON (1996) para vermos como o quadro internacional mudou com a globalização financeira. O Japão iniciou o processo de liberalização do seu mercado financeiro no início dos anos 80. Isso abriu espaço para as instituições financeiras domésticas japonesas buscarem novas fontes de rentabilidade no exterior – como já visto, no primeiro capítulo. Com a crise financeira no Japão, que gerou uma falta de demanda por créditos, os bancos japoneses reforçaram a busca de novas fontes de rentabilidade nos mercados emergentes que se encontravam em acelerado ritmo de expansão e eram politicamente estáveis, no início dos anos 90. Estes bancos se tornaram responsáveis por cerca de um terço dos créditos internacionais concedidos à Coreia do Sul, Tailândia e Indonésia.

Com a ajuda de COSTA (1999), veremos que “a não renovação dos empréstimos para grandes especuladores provocou a obrigação da quitação das linhas crédito tomadas em ienes”. Isto gerou a venda simultânea de diferentes ativos, em diferentes mercados, explicando as crises.

Numa primeira, seção veremos o novo quadro mundial globalizado, na opinião de PLIHON. Numa segunda seção, serão resumidas a liberalização e a desregulamentação financeira que ocorreram no Japão nos anos 80, possibilitando os agentes japoneses a investir no mercado externo. Depois, na terceira seção, veremos porque esses agentes foram para os países emergentes e, finalizando, numa quarta seção, usaremos o texto de KRUGMAN¹⁶ para complementar a análise de como desencadeou-se a crise asiática.

3.2. Globalização financeira

Segundo PLIHON (1996), com a globalização financeira, o sistema financeiro se tornou um mercado único de dinheiro, caracterizado por uma “dupla unicidade”: de lugar, pela avançada tecnologia de comunicação (internet, fax, etc); e de tempo, já que funciona 24 horas por dia, sem parar. Este contexto conjugado com a liberalização financeira fez com que os fluxos internacionais crescessem, explosivamente, “sem possibilidade de comparação com as necessidades da economia mundial”.

O novo quadro financeiro mundial é dominado pela especulação, onde grande parte das movimentações é impulsionada diretamente pelas antecipações de lucros futuros sobre o valor dos títulos,. Os atores pensam no curto prazo e abandonam a análise da realidade dos fundamentos em favor de seguirem uma tendência de mercado, único ponto de partida para os investidores ancorarem suas antecipações.

A globalização financeira rompeu com as fronteiras institucionais do sistema financeiro e com as diferenciações existentes entre bancos e fundos de aplicações coletivas, apagando as funções de cada um deles. Em decorrência, os

¹⁶ KRUGMAN, P., “O que aconteceu á Ásia?”, in web.mit.edu/krugman/www/DESINTER.html, jan/1998.

bancos perderam seu espaço cativo de emprestadores, melhor dizendo, houve um aumento da concorrência entre as instituições financeiras, levando os bancos a assumirem maiores riscos na gerência. Através da constituição de fundos mútuos de investimento, passaram os riscos também para os investidores.

3.3. Liberalização Financeira Japonesa

Nesta seção, veremos como o Japão participou deste processo de liberalização financeira, ou seja como ele colaborou para a formação do novo mundo globalizado.

A partir de sua reconstrução no pós guerra, gerou-se um permanente superávit no balanço comercial, devido a esse país ter desenvolvido uma grande capacidade exportadora. Mesmo depois das crises do petróleo, isto também foi observado. Porém, o país começou a enfrentar problemas de como fazer transferências para o exterior desse excedente cambial sem consequências para a economia interna e de como enfrentar as pressões norte americanas para a abertura do seu mercado.

Como visto no primeiro capítulo, Japão e EUA assinaram o *US-Japan Accord* em 1984, onde o Japão se comprometeu a promover uma série de mudanças para abrir seu mercado. A partir de então, o governo japonês começou a fazer a abertura de canais, para o exterior, para o retorno dos capitais provenientes dos superávits comerciais. Isto foi feito com a liberalização e a desregulamentação do mercado de câmbio.

A principal medida tomada pelo governo japonês, que permitiu que as instituições financeiras japonesas passassem a investir pesado no mercado externo, foi a liberalização do acesso de agentes domésticos a instrumentos financeiros disponíveis no exterior. Desta forma, a medida que o governo ia

relaxando as restrições regulatórias externas, os bancos, as seguradoras, as distribuidoras de valores passaram a investir no exterior, principalmente na compra de bônus do tesouro norte americano e no mercado de euro-dólares. Os bancos fizeram isto com o intuito de recuperar a rentabilidade perdida com o aumento da concorrência no setor financeiro. Desta forma, os grandes déficits comerciais dos EUA com o Japão foi reciclado com investimentos japoneses nos EUA.

A crescente presença das instituições financeiras japonesas nos principais centros financeiros do planeta levou-as a ocupar os primeiros lugares no ranking das maiores do mundo. Isto, juntamente com o tamanho da economia japonesa e o alcance global de suas companhias, deram claramente a esse país uma influência excepcional no mundo. Nos anos oitenta, os japoneses compravam até 30% das novas emissões do bônus de tesouro norte americano, mas atualmente a sua posição é inferior a 10%, já que os japoneses se desfizeram de seus bônus nos anos de 1992 e 1993, pois foram anos que o mercado desses títulos teve, relativamente, um bom desempenho em seus preços e as suas taxas de juros caíram¹⁷. O mais importante foi que este declínio dos investimentos aconteceu em um momento tranquilo internacionalmente.

3.4. Empréstimos para o Sudeste Asiático

Apesar de que, no início dos anos 90, o quadro internacional estar tranquilo, no Japão a história era diferente. A partir de 1992, o país entrou na pior recessão dos últimos cinquenta anos – como visto no capítulo anterior. Com a falta de demanda por crédito no mercado interno, a alternativa para os bancos foi passarem a emprestar para outros clientes externos.

¹⁷ Dado retirado da Gazeta Mercantil de 03/08/1997.

As corporações japonesas, juntamente com os bancos preferiram canalizar seus fundos para os ativos do Sudeste Asiático, de rendimentos mais elevados ou emprestar dinheiro para os projetos de infra-estrutura da região, em vez de mantê-los em instrumentos com denominação em ienes. Eles faziam isto porque, até 1997, existia uma grande estabilidade econômica, já que todos os governos estavam mais ou menos em equilíbrio fiscal e suas taxas de inflação eram extremamente baixas. Em decorrência disto, os bancos japoneses se tornaram os responsáveis por cerca de um terço dos créditos internacionais concedidos à Coreia do Sul, Tailândia e Indonésia.

Portanto, as políticas monetárias e bancárias do Japão encorajaram e facilitaram o financiamento dos déficits comerciais do Sudeste Asiático e da Coreia do Sul. As taxas de juros requeridas pelos bancos japoneses e seus padrões relativamente frouxos de concessão de crédito possibilitaram que os tomadores de créditos asiáticos incorporassem volumosas dívidas externas, em grande parte expressas em dólares. Os bancos japoneses emprestavam em dólares por causa da maior receita de juros¹⁸, já que a taxa de juros japonesa estava bem baixa.

Foi observado pelo Banco Internacional de Ajustes (BIS) que os empréstimos concedidos pelos bancos japoneses para os países emergentes ultrapassaram os limites recomendados, que é manter em suas reservas de capitais ao menos 8% de sua carteira total de créditos.

3.5. Desencadeamento da crise na Ásia

Segundo KRUGMAN¹⁹, a crise asiática não teve uma causa cambial, mas sim, como ocorreu no Japão, foi consequência do estouro de uma bolha especulativa. Para ele, os intermediários financeiros, nestes países, parecem ter

¹⁸ Dado retirado da Gazeta Mercantil de 26/09/1996.

¹⁹ KRUGMAN, P., "O que aconteceu à Ásia?", in Política Externa, vol.6, n.4, março/1998.

sido os personagens principais deste processo, pois tomavam dinheiro emprestado a curto prazo e depois emprestavam, frequentemente, à investidores especulativos. O excessivo empréstimo de alto risco criou a inflação dos preços dos ativos, que foi sustentada por um tipo de processo cíclico, no qual a proliferação de empréstimos elevou os preços dos ativos de risco, fazendo a condição financeira dos intermediários parecer melhor do na verdade era.

Quando os investidores se convenceram de que não haveria garantias nos novos passivos contratados a “bolha estourou, caindo o preço dos ativos, ficando à mostra a insolvência dos intermediários, forçando-os a parar com as operações e levando a uma futura deflação desses ativos. Essa circularidade, por sua vez, pode explicar tanto a notável severidade da crise quanto a aparente vulnerabilidade das economias asiáticas à crise auto-suficientes – que, por sua vez, nos ajuda a entender o fenômeno da contágio entre as economias com poucas ligações econômicas visíveis”. (KRUGMAN, pag. 92)

Com a deterioração das condições econômicas e a erosão de seu capital, os bancos japoneses não podiam mais permitir-se conceder empréstimos, indiscriminadamente, tornando as condições de financiamento mais rígidas, ou seja, os bancos deviam ser mais exigentes com suas carteiras de empréstimos e deviam reservar dinheiro suficiente para cobrir tudo o que eles imaginam que poderia dar errado. Isto foi consequência do programa *Big Bang*, destinado a recuperar o atraso dos bancos japoneses, tornando os mercados mais “livres, equilibrados e globais”²⁰ e com isto aumentar as informações financeiras. Este programa incentivou as instituições financeiras a investirem em títulos estrangeiros, reenviando parte dos dólares acumulados em decorrência dos persistentes superávits comerciais do Japão.

Assim, os bancos japoneses, que eram os grandes fornecedores de crédito para o sudeste asiático e Coréia do Sul, tornaram-se mais rígidos na

²⁰ Gazeta Mercantil de 12/11/1995.

concessão de seus créditos e não renovaram seus empréstimos para os especuladores do sudeste asiático. Para amortizarem seus créditos, resolvendo seu problema de falta de liquidez, eles fizeram um série de venda sincrônicas nos diversos mercados de ativos.

Para COSTA (1999), a valorização do mercado leva as aplicações a superarem o limite máximo permitido pelos órgãos reguladores e/ou modelos de risco, provocando a venda do excesso. A realização dos lucros “se dá em ativo que os especuladores estimam que já atingiu se pico de preço, seja por uma análise *técnica/grafista*, seja por uma *fundamentalista*. Descarregar apenas parte de suas ações ou títulos financeiros tem um efeito dominó – um série de vendas sincrônicas, que derruba as cotações nas bolsas de valores e/ou nos mercados secundários”. Corroborando o que COSTA (1999) disse, a bolha especulativa estourou quando os bancos japoneses bloquearam os créditos para os especuladores e estes, por sua vez, começaram a vender suas posições, para realizar seus lucros ou para quitar suas linhas de crédito tomadas em ienes.

Isto fez com que as bolsa do mundo todo registrassem quedas e houvesse uma fuga de capitais dos países emergentes, principalmente da Tailândia, Indonésia e Coréia do Sul, fazendo com que as moedas destes países não pudessem mais ser mantidas no regime de câmbio fixo. Houve a desvalorização do *baht* tailandês, do *won* coreano e da *rúpia* indonésia, levando a grande perdas por parte dos bancos japoneses que tinham investido pesadamente neste países. Depois do estouro da bolha asiática, foi visto que muita gente, no mercado financeiro, operava com um risco muito maior do que supunham seus modelos de avaliação de risco.

As perdas dos bancos japoneses com o estouro da sua bolha especulativa interna somada às perdas com a crise da Ásia fizeram com que essas instituições financeiras reduzissem ainda mais seus empréstimos ao exterior, agravando, assim, mais a situação dos países devedores. O total de empréstimos concedidos

pelo Japão aos países da Ásia de difícil recuperação era de cerca de US\$ 258 bilhões. Deste montante, cerca de US\$ 18 bilhões foram para a China e os US\$ 240 bilhões restantes foram divididos entre Coreia do Sul, Indonésia, Malásia Filipinas, Tailândia e Hong Kong²¹.

²¹ Dado retirado da Folha de São Paulo de dia 02/10/1997.

CONCLUSÃO

4.1. Introdução

Esta parte final tem o intuito de afirmar a hipótese assumida desde o início deste trabalho, de que a crise financeira japonesa foi a detonadora da crise econômica atual, que se alastrou pelo mundo dos países emergentes. Vimos, nesta monografia, a excepcional influência da economia japonesa no mundo, devido à grande presença de suas instituições financeiras nos principais centros financeiros do planeta, somada ao tamanho de sua economia e ao alcance global de sua companhias.

É interessante iniciar esta conclusão, analisando a inserção do Japão no novo quadro econômico globalizado; depois, em que condições se dá o "efeito contágio", ou seja, como as crises se propagam de um país para outro, através do risco sistêmico; e, no final, fazer as últimas considerações sobre este tema.

4.2. Inserção japonesa

O Japão se inseriu plenamente no processo de globalização a partir de sua liberalização financeira, nos anos oitenta. Ele se inseriu de forma dominante e influente, já que era detentor de um grande superávit no balanço comercial, de um grande volume de reservas internacionais e de um fácil acesso aos mercados. Desta maneira, este país tinha um papel relevante nas políticas macroeconômicas internacionais.

Quando os EUA pressionaram o Japão a abrir sua economia, o Japão se comprometeu a liberalizar seu mercado e, a medida que o fez, inundou o mundo com seus créditos. Primeiramente, comprou 25% das novas emissões dos títulos da dívida americana. Porém, após 1992, quando começou a queda nas taxas de

juros das principais potências mundiais, os investidores, alavancados pelo crédito fácil, foram buscar novos ativos, mais rentáveis, na América Latina e no Sudeste Asiático. Nestes locais, os *hedges funds* e os fundos de investimentos tinham rendimentos maiores que a taxa média. Contudo, muitos investidores operavam no mercado financeiro com riscos sistêmicos muito acima do que supunham seus modelos de avaliação.

Com isto, os bancos japoneses se tornaram os maiores emprestadores para os países do sudeste asiático, sendo detentores de um terço de suas dívidas, porém eram empréstimos mais arriscados.

4.3. Condições dos países tomadores

O problema dos mercados emergentes é que, embora estivessem em ritmo acelerado de crescimento e em um ambiente estável, politicamente, eles apresentavam uma grande fragilidade externa, devido a suas excessivas exposição a fluxos de capitais de curto prazo e a sua dependente inserção internacional. Não tinham nenhum papel relevante nas políticas macroeconômicas internacionais e tomavam um grande volume de empréstimos frente ao volume de reservas.

Portanto, quando os bancos japoneses, que eram os maiores fornecedores de crédito para os “tigres asiáticos”, não renovaram seus empréstimos, a crise explodiu. Colocou em risco os fundamentos macroeconômicos que sustentavam os regimes de câmbio fixo destes países.

Os capitais foram rumo aos locais mais seguros, com medo de perda nestes países mais arriscados. Em grande parte, foram em direção aos *bonds* americanos .

4.4. Contágio

Como, atualmente, com a globalização financeira, os fluxos de capitais têm o objetivo de realizar ganhos imediatos e não o de contribuir para o financiamento de longo prazo da produção e do comércio, a permanência dos capitais nos mercados emergentes é de curto prazo. Depende da tendência do mercado e abstrai a realidade dos fundamentos macroeconômicos. Isto torna os capitais extremamente voláteis.

Países dependentes de capitais externos, no novo quadro econômico mundial, se tornaram totalmente vulneráveis às crises, ou seja, esses países se tornaram dependentes de um capital que se movimenta, incessantemente, entre os diversos mercados. Assim, quando os países emergentes se tornaram dependentes do capital japonês, que era aplicado por motivo especulativo, tornaram-se vulneráveis a qualquer movimento negativo desse fluxo. Como PLIHON (1996) diz, “os sinais de saturação dos mercados, devido ao crescimento demasiado do capital financeiro, são crescentes e a cada nova onda de crise financeira, ampliam-se o contágio a zonas até então. E a cada nova onda de crise financeira amplia-se a possibilidade de crise sistêmica no plano internacional, dadas as incertezas e instabilidade deste sistema financeiro absolutamente descontrolado”.

4.5. Considerações finais

A partir de todo o quadro internacional, descrito neste trabalho, é facilmente visto que, quando os bancos japoneses cessaram seus empréstimos aos investidores internacionais, os países emergentes submergiram em uma crise que se alastrou para o mundo. No momento em que os especuladores precisaram quitar suas obrigações em ienes, eles buscaram realizar seus lucros, por isso

houve uma venda sincrônica em diversos mercados de ativos, para quitar suas dívidas, gerando, inclusive, queda em diversas bolsas de valores no mundo.

Contudo, quando houve a queda nas bolsas dos países emergentes, houve a quebra de uma cadeia de pagamentos, alastrando a crise financeira para quase toda a economia mundial. Nestas condições, os capitais amedrontados com a situação instável dos países emergentes, ou seja, com o medo de uma possível moratória, como ocorreu na Malásia e na Rússia, partiram em busca de mercados mais seguros, embora menos rentáveis, ou seja, deslocaram-se para o mercado de títulos do tesouro americano e a bolsa de valores de New York.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

COSTA, F. N., "Sequência *Boom Crash*", in Economia Monetária, uma visão pluralista, Campinas, Makron Books, 1998.

COSTA, F. N., "Ópera do Malandro", in <http://www.eco.unicamp.br/artigos/avulsos/artigo52.html>, 1999.

DORNBUSCH, R.; FISCHER, S., Macroeconomia, quinta edição, Makron Books, 1991.

GUSHI, A.; POZZI, H., "Estudo Econométrico Sobre a Presença da Armadilha de Liquidez no Japão", in *Formação Econômica*, Campinas, junho/dezembro 1998.

KRUGMAN, P., "O que aconteceu à Ásia?", in *Política Externa*, vol.6, n.4, março/1998.

KRUGMAN, P., "Japan's trap", in web.mit.edu/krugman/www, 1998.

LEVI, M. L., "Liberalização financeira, bolha especulativa e crise bancária no Japão", in *Revista de Economia Política*, vol. 17, n.1m janeiro/março 1997.

LEVI, M. L., "O sistema financeiro japonês no pós-guerra e sua desregulamentação nos anos 80", in *Tesouro, Banco Central e Finanças: Experiência Internacional e Lições para a Reforma Financeira no Brasil*, IESP/FUNDAP, 1993/96.

NOHARA, J. J., "Crise financeira: antigas e novas abordagens", in *Revista de Economia Política*, vol.17, n.1, janeiro/março 1997.

PLIHON, D., "Desequilíbrios mundiais e instabilidade financeira. (A responsabilidade das políticas liberais: um ponto de vista keynesiano)", in *Economia e Sociedade*, Campinas, dezembro/1996.

TORRES FILHO, E. T., "A crise da economia japonesa nos anos 90 e a retomada da hegemonia americana", in Poder e dinheiro, uma economia política da globalização, Editora Vozes, Petrópolis, 1997.