

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS

INSTITUTO DE ECONOMIA

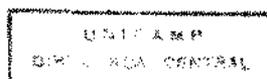
**O SISTEMA DE FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS JAPONESAS: A ESTRUTURA  
MONTADA NO SEGUNDO PÓS-GUERRA E OS IMPACTOS DA LIBERALIZAÇÃO  
FINANCEIRA DA DÉCADA DE 80**

*Este exemplar  
concorda ao original  
de sua dependida por  
maria luiza levi  
+ 02/10/196 x orientada pelo  
Prof. Dr. José Carlos de Souza Braga  
CPE/IEE, 02/10/196  
mar luiza levi / jcs*

Maria Luiza Levi

Dissertação de Mestrado  
apresentada ao Instituto de Economia  
da Unicamp sob a orientação  
do Prof. Dr. José Carlos de Souza Braga

Campinas, maio de 1996.



7613049

UNIDADE	BC
N.º CHAMADA:	P15s
V.	81
T.º DE B.	28329
PREC.	667/96
	<input type="checkbox"/> <input checked="" type="checkbox"/>
PREC.	28329
DATA	29/08/96
N.º CPD	

FICHA CATALOGRÁFICA ELABORADA PELO  
CENTRO DE DOCUMENTAÇÃO DO INSTITUTO DE ECONOMIA

P15s

Pahin, Maria Luiza Levi

O sistema de financiamento das empresas japonesas: a estrutura montada no segundo pós-guerra e os impactos da liberalização financeira da década de 80 / Maria Luiza Levi Pahin. -- Campinas, SP : [s.n.], 1996.

Orientador : José Carlos de Souza Braga.

Dissertação (Mestrado) - Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia.

1. Empresas - Japão. 2. Empresas - Finanças. I. Braga, José Carlos de Souza. II. Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia. III. Título.

*Aos meus pais*

## ÍNDICE

<b>AGRADECIMENTOS</b>	i
<b>APRESENTAÇÃO</b>	iii
<b>CAPÍTULO 1 O SISTEMA DE FINANCIAMENTO DAS GRANDES EMPRESAS DURANTE O PÓS-GUERRA</b>	1
1.1 A Estrutura Organizacional do Setor Privado: o <i>Keiretsu</i>	3
1.2 A Estrutura do Sistema Financeiro e a Predominância do Crédito	8
1.2.1 O Mercado Acionário	11
1.2.2 O Mercado de Bônus	17
<b>CAPÍTULO 2 A OPERACIONALIZAÇÃO DA POLÍTICA DE CRÉDITO SELETIVO DURANTE O PÓS-GUERRA</b>	27
2.1 A Concentração da Demanda de Crédito	28
2.2 O Caráter Seletivo do Processo de Ajuste das Reservas Bancárias	31
2.3 O Controle do Custo do Passivo Bancário	38
2.3.1 Os Limites de Taxas de Juros	38
2.3.2 A <i>Window Guidance</i>	43
2.4 A Política de Taxa de Juros e o Custo dos Empréstimos Bancários	49
<b>CAPÍTULO 3 A LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA DOS ANOS 80 E O NOVO PAPEL DAS POLÍTICAS MONETÁRIA E DE CRÉDITO</b>	56
3.1 A Liberalização nos Mercados de <i>Securities</i>	58
3.1.1 A Criação do Mercado de Títulos Públicos	58
3.1.2 O Mercado de Títulos Privados	65
3.2 A Liberalização das Taxas de Juros	72
3.3 A Remoção dos Controles de Capitais	77
<b>CAPÍTULO 4 DESDOBRAMENTOS DO PROCESSO DE LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA</b>	91
4.1 A Mudança no Padrão de Atuação dos Agentes	91
4.2 O Processo Especulativo	103
<b>CONCLUSÃO</b>	115
<b>BIBLIOGRAFIA</b>	121

## AGRADECIMENTOS

A primeira pessoa que gostaria de agradecer é José Carlos Braga, meu orientador. Muito daquilo que procurei responder ao longo da dissertação teve como ponto de partida indagações suas. À sua curiosidade intelectual devo uma série de pistas que acabaram rendendo frutos importantes. Também lhe agradeço a possibilidade de realizar o trabalho de pesquisa no Instituto de Economia do Setor Público da FUNDAP sob a sua coordenação.

Durante a elaboração da pesquisa que deu origem a este trabalho, pude contar com comentários dos colegas da Área de Sistema Financeiro do IESP feitos nas discussões das versões preliminares. Agradeço a Josué Pellegrini, Rudinei Toneto, Ricardo Carneiro, Alejandra Madi, Simone Accioli e Patricia Meleti.

A pedido meu, Bernard Appy, Reynaldo Passanezzi, Eduardo Guardia, Carlos Kawall, Vitória Saddi e Clésio Xavier também leram versões anteriores da dissertação. Agradeço suas valiosas contribuições, seu apoio e sua disponibilidade.

Em Campinas, agradeço a José Carlos Miranda, que acompanhou o trabalho durante parte de sua elaboração e a Otaviano Canuto, que me convenceu a fazer a dissertação.

Também devo mencionar o apoio financeiro do CNPQ e do Centro de Estudos Japoneses, da Fundação Getúlio Vargas do Rio de Janeiro, com o qual entrei em contato através de Fernando de Holanda Barbosa.

Por fim, esta dissertação não teria sido concluída sem a ajuda preciosa de três amigos cujas contribuições foram essenciais para a definição dos rumos do trabalho.

Carlos Eduardo Carvalho teve a paciência de discutir comigo um sem número de vezes a respeito dos limites de taxas de juros no Japão, todas elas como se se tratasse de assunto inédito em sua vida, além de ter me ajudado em outros pontos difíceis da dissertação com seu habitual rigor e suas observações sempre originais.

Cristina Penido não só sugeriu o tema da dissertação, mas leu várias versões, enviando observações detalhadas quando esteve longe e se dispondo a discutir longamente comigo quando chegou. A ela devo grande dedicação e apoio durante o trabalho, além de

parte importante de minha formação profissional pela convivência que tivemos desde meus tempos de estágio na FUNDAP.

Marco Antonio Macedo e Cintra esteve ao meu lado durante todo o tempo, até na hora de imprimir a versão final e leu tudo o que escrevi, mesmo os rascunhos mais provisórios. Durante a pesquisa em que trabalhamos, foi meu grande companheiro, ajudando-me a organizar idéias com honestidade intelectual e acadêmica e enorme paciência. A ele devo o encaminhamento de muitas questões da dissertação e o apoio incondicional em todos os momentos que precisei.

## APRESENTAÇÃO

O objetivo desta dissertação é mostrar como se constituiu o sistema de financiamento das grandes empresas japonesas existente entre meados da década de 50 e o início dos anos 70, e analisar as mudanças que esse sistema experimentou ao longo do processo de liberalização financeira ocorrido nos anos 80.

O trabalho está dividido em duas partes. A primeira parte, composta de dois capítulos, se concentra na descrição do sistema de financiamento das grandes empresas no período inicial desta análise, que vai de 1955 a 1973, aqui referido como “pós-guerra”. Esta foi a fase em que o Japão, partindo de uma economia destruída pela guerra, conseguiu promover a montagem de uma estrutura industrial moderna, responsável pela sustentação de altas taxas de crescimento, e que aos poucos se revelaria capaz de gerar crescentes volumes de exportações, apontando com uma solução para o problema da dependência do país em relação ao exterior no campo dos recursos naturais. O sistema de financiamento das grandes empresas, caracterizado pela manutenção de um elevado grau de alavancagem das corporações, centrado no crédito bancário fornecido por instituições financeiras privadas, constituiu o suporte financeiro deste processo.

O capítulo 1 contém uma apresentação dos elementos que forneceram a base institucional do sistema: o esquema de organização do setor privado típico do Japão, calcado na existência de grupos empresariais, e a estrutura do sistema financeiro japonês, caracterizada por um alto grau de segmentação e especialização e pela ênfase no acesso indireto, ou seja, intermediado por instituições financeiras, dos agentes aos mercados de recursos.

O capítulo 2 procura mostrar o funcionamento do sistema de financiamento das grandes empresas no período do pós-guerra, enfatizando seu papel no esquema de coordenação do gasto privado. Em especial, descreve-se a forma como o governo japonês se utilizou desse sistema para por em prática uma política de permanente alocação seletiva do crédito em consonância com as diretrizes da política industrial. Isso se deu fundamentalmente através da relação discricionária entre o banco central japonês e o sistema

bancário, baseada na canalização da demanda de investimento junto ao núcleo de grandes bancos, na inexistência de um mercado aberto de troca de recursos e nos entraves institucionais ao desenvolvimento da competição via preço no sistema financeiro.

A segunda parte do trabalho apresenta o movimento de desmontagem do sistema de financiamento das grandes empresas da forma como havia sido estruturado no pós-guerra e as conseqüências desse processo. A análise procura descrever de que maneira aspectos constitutivos do sistema foram modificados sob o impacto de dois acontecimentos no âmbito do chamado “lado real” da economia: a emergência do Japão como uma economia “madura”, e a conseqüente redução do ritmo de crescimento associada a essa nova etapa, e a consolidação dos superávits da balança comercial como uma característica quase que permanente do desempenho econômico do país. A partir desses eventos, que poderiam ser classificados como “provas do sucesso” do sistema de financiamento das grandes empresas, teve início um processo de contínuo questionamento de características essenciais do sistema, que passariam a ser vistas como desfuncionais ao desempenho dos agentes econômicos.

O capítulo 3 explora o movimento de liberalização financeira ocorrido nessa fase, analisando-o sob três ângulos: a forma de organização do mercado de títulos públicos e privados, os limites de taxas de juros e os controles sobre os fluxos de capitais. Em especial, procura-se mostrar como as várias mudanças ocorridas sob o movimento de liberalização financeira em relação a esses três aspectos representaram as faces de um mesmo processo: a progressiva perda dos mecanismos de controle do destino dos fluxos de crédito detidos pelo governo japonês no período do pós-guerra em prol de uma política voltada para o controle do volume global do crédito através do manejo das taxas de juros.

O capítulo 4 traz uma análise dos desdobramentos do processo de liberalização sobre a forma de atuação dos grupos de agentes privados que haviam desempenhado papel-chave no sistema de financiamento das grandes empresas no pós-guerra: empresas e bancos. Em particular, busca-se mostrar os novos padrões que passaram a marcar a estratégia de atuação destes dois conjuntos de agentes a partir do contexto de maior flexibilidade característico dos anos 80. Assim, as empresas ampliaram sua participação em mercados de obtenção de financiamento diretamente pelo tomador, especialmente em praças estrangeiras, além de aumentarem a importância dos ativos financeiros dentro do conjunto de seus

investimentos. Já os bancos, pressionados pela crescente concorrência exercida por instituições financeiras não-bancárias, seja no mercado de captação de recursos, seja no âmbito da clientela de tomadores, apresentaram como grande marca de atuação o aumento da participação de setores ligados à construção imobiliária em seu ativo, mais lucrativos porém envolvendo maiores riscos. Na parte final do capítulo, faz-se uma descrição do processo especulativo ocorrido no Japão na segunda metade da década de 80, movimento que praticamente sintetizou os efeitos da liberalização financeira sobre a trajetória do sistema econômico.

Ao final do trabalho, são apresentadas as principais conclusões tendo em vista a situação recente do Japão e os principais pontos levantados ao longo da dissertação.

## CAPÍTULO I

### O SISTEMA DE FINANCIAMENTO DAS GRANDES EMPRESAS DURANTE O PÓS-GUERRA

No início do segundo pós-guerra o Japão montou um sistema de financiamento das grandes empresas privadas que desempenhou a função de suporte do enorme esforço de reconstrução e expansão de sua estrutura industrial, constituindo uma das bases de seu extraordinário desempenho durante o período que ficou conhecido como “milagre japonês”.

Esse sistema foi capaz de assegurar a continuidade do fluxo de recursos necessários ao financiamento dos projetos de investimento e se distinguiu por um determinado padrão de financiamento das empresas baseado na manutenção de um elevado grau de alavancagem (uso de recursos de terceiros), centrado no crédito bancário fornecido por instituições financeiras privadas.

Como mostra a **Tabela 1**, durante o período, as empresas japonesas se destacaram pelo reduzido uso dos recursos gerados internamente (lucros e depreciação) no financiamento de seus gastos em comparação às de outros países.

**Tabela 1**

**Fontes de Financiamento das Empresas  
financiamento interno x externo (período 1958-1962)**

Origem das Fontes	Japão	EUA	Reino Unido	Alemanha
Fundos Internos	24%	65%	62%	55%
Fundos Externos	76%	35%	28%	50%

Observação: dados de fluxo

Fonte: MIYASAKI (1967), *apud* TORRES (1991:259)

Além disso, pela **Tabela 2** pode-se observar que o endividamento bancário junto a instituições financeiras privadas correspondeu à maior parte de seu financiamento externo, isto é, dos recursos captados em mercado, com os empréstimos fornecidos por instituições públicas e as emissões de títulos representando uma parcela muito pouco expressiva do total dos fundos.

**Tabela 2**

**Composição do Financiamento Externo (em mercado) das Empresas Japonesas**

(em %)

Tipo/Ano	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
<b>Empréstimos</b>	<b>88,9</b>	<b>90,2</b>	<b>84,6</b>	<b>85,5</b>	<b>85,5</b>	<b>84,2</b>	<b>83,4</b>	<b>89,1</b>	<b>89,0</b>
. junto a instituições privadas	80,4	79,4	75,4	75,0	77,3	77,0	77,7	84,4	80,4
. junto a instituições públicas	8,5	10,8	9,2	10,5	8,2	7,2	5,7	4,7	8,6
<b>Securities*</b>	<b>10,4</b>	<b>13,2</b>	<b>10,2</b>	<b>10,5</b>	<b>12,1</b>	<b>11,9</b>	<b>9,2</b>	<b>8,5</b>	<b>11,4</b>
<b>Crédito de Origem Estrangeira</b>	<b>0,8</b>	<b>-3,5</b>	<b>5,2</b>	<b>4,1</b>	<b>2,4</b>	<b>3,9</b>	<b>7,4</b>	<b>2,4</b>	<b>-0,3</b>
<b>Total</b>	<b>100,0</b>								

Observação: dados de fluxo: valores negativos significam redução do estoque (pagamento de dívida)

Nota: \* emissões de bônus e ações

Fonte: BANK OF JAPAN, Flow of Funds Accounts in CARGILL & ROYAMA (1988:39)

Este capítulo procura apresentar a estrutura do sistema de financiamento das grandes empresas através de dois elementos básicos de sua constituição. O primeiro se refere à forma peculiar de organização do setor privado japonês. O segundo se relaciona a um determinado arranjo institucional que incentivou o uso do crédito bancário, ao mesmo tempo em que contribuiu para impedir o desenvolvimento dos mercados de instrumentos de financiamento emitidos diretamente pelo tomador - títulos de dívida (aqui referidos genericamente como bônus) e ações.

### 1.1 A Estrutura Organizacional do Setor Privado: o *Keiretsu*<sup>1</sup>

Um aspecto essencial da forma de organização do setor privado japonês, ainda hoje, é a existência de conglomerados de empresas, os *keiretsu*, grupos que reúnem as maiores corporações japonesas em torno de algumas instituições comuns: um banco de negócios (*trust bank*) uma companhia comercial (*trading-company*), uma companhia seguradora e um grande banco comercial.

Esses conglomerados se baseiam em sistemas de cooperação entre as distintas empresas na forma de redes de intercâmbio de matérias-primas e produtos acabados, informações, tecnologia, recursos humanos e recursos financeiros. Tais arranjos tendem a reduzir o nível geral de risco no grupo, através da sustentação mútua das corporações tanto em nível produtivo como financeiro, e refletem uma estratégia de longo prazo que visa garantir a estabilidade da *performance* das empresas (CARGILL & ROYAMA, 1988:47).

O conjunto de relações que articulam os vários membros dos *keiretsu* se expressa e se mantém através de mecanismos de “participação acionária cruzada” (*cross share-holding*), em que cada empresa detém uma parcela das ações das demais, de forma que todas encontram-se interligadas dentro do grupo. Nesse sistema, relações de caráter mais estável e permanente no interior do grupo se manifestam através de participações recíprocas equivalentes (*interlocked cross share-holding*) (GERLACH, 1989:159,160).

Esses mecanismos constituíram a forma utilizada pela sociedade japonesa para reeditar a estrutura dos antigos *zaibatsu*, grupos empresariais controlados por famílias, existentes desde antes da Segunda Guerra, e que foram desmembrados no período da ocupação norte-americana. Procurando assegurar a efetiva desconcentração do poder econômico desses grupos, o governo de ocupação norte-americano destituiu seus proprietários da posse das ações, promovendo sua revenda para o público em geral, e criou a Lei Antitruste (1947), que estabeleceu que uma empresa poderia deter no máximo o equivalente a 20% do capital de outra, e 5% do capital caso a empresa detentora fosse

---

1 Dentro da extensa literatura existente a respeito da estrutura e forma de funcionamento dos *keiretsu*, ver, por exemplo, TORRES (1991, cap. 5) e GERLACH (1989). Nesta seção, elabora-se apenas um breve resumo a respeito dessa forma particular de organização privada a título de introdução à discussão relativa ao sistema de financiamento das grandes empresas, não constituindo objetivo desta dissertação discutir padrões de organização do setor privado.

um banco (percentual elevado para 10% em 1952) (TORRES, 1983:06). Ainda que observando essas determinações legais, a constituição dos *keiretsu* se fez de forma a preservar a propriedade das ações com poder de voto no interior dos próprios grupos, alguns deles originários da reunião de empresas que antes estavam ligadas sob a forma de *zaibatsu*. No entanto, ao contrário destes últimos, que concentravam suas atividades em apenas alguns setores industriais, os *keiretsu* expandiram sua atuação para o conjunto dos setores dinâmicos da indústria (MIYAZAKI, 1967:341).

O estabelecimento de laços entre empresas no Japão não se limita, entretanto, à forma dos *keiretsu*, sendo usual a existência de uma grande variedade de relações interempresariais que guardam maior ou menor proximidade com essa estrutura, em geral baseadas em esquemas de participações acionárias. Sob esse formato, empresas financeiras e não-financeiras usualmente mantêm ações de outras corporações visando estreitar relações com clientes, atuando como “acionistas fortes”, esquema que implica o fornecimento de supervisão administrativa e auxílio gerencial.

Além disso, nem mesmo as fronteiras dos *keiretsu* são completamente nítidas. As maiores corporações japonesas, porém, encontram-se no centro dos seis grupos líderes - *Mitsubishi, Mitsui, Sumitomo, Fuji, Sanwa e Dai-Ichi Kangyo* - participando em geral como membros de seu Conselho de Presidentes, o qual constitui o fórum institucionalizado de representação dos interesses do grupo e de decisão coordenada de suas estratégias (GERLACH, 1989:144 e segs.).<sup>2</sup>

O **Quadro 1** apresenta a estrutura dos seis maiores *keiretsu*, ilustrando sua presença em praticamente todos os setores relevantes da indústria e sua expressiva participação nos vários segmentos de atuação.

---

<sup>2</sup> GERLACH (1989:151) ressalta que, a despeito da semelhança com o “Conselho de Diretores” norte-americano, referência ao fórum de representação dos interesses dos acionistas de uma *holding*, o Conselho de Presidentes dos *keiretsu* não conta com poderes de controle legalmente estabelecidos, exercendo uma “influência negociada entre empresas posicionadas horizontalmente”.

Quadro 1

## Membros dos Seis Maiores Keiretsu\*

Tipo	Mitsui 24 empresas	Mitsubishi 28 empresas	Sumitomo 21 empresas	Fuyo 29 empresas	Sanwa 40 empresas	Dai-ichi Kangyo 45 empresas	Part./ setor***
City Bank	Mitsui Bank	Mitsub. Bank	Sumit. Bank	Fuji Bank	Sanwa Bank	Dai-ichi K. Bank	40,50%
Trust Bank	Mitsui Trust	Mitsub. Trust	Sumit. Trust	Yasuda Trust	Toyo Trust		
Seguradora	Taisho F&M	Tokio F&M	Sumit. F&M	Yasuda F&M		Tansei F&M Nissan F&M	52,80%
Seguro/Vida	Mitsui Life	Meiji Life	Sumit. Life	Yasuda Life	Nippon Life	Asahi Life Fokoku Life	56,70%
Comércio	Mitsui Bussan Mitsukoshi	Mitsub. Corp.	Sumit. Corp.	Marubeni	Nissho Iwai** Nichimen Iwatani Takashima	C. Itoh Nissho Iwai ** Kanematsu-Gosho Kawasho Seibu Dep. Stores	66,70%
Construção	Mitsui Constr. Sanki Engeen.	Mitsub. Cosntr.	Sumit. Constr.	Taisei Constr.	Ohbayashi Toyo Constr. Sekisui House	Shimizu Constr.	23,10%
Real Estate	Mitsui R. Est.	Mitsub. Est.	Sumit. R. Est.	Tokyo Build.			55,10%
Fibras e Têxteis	Toray	Mitsub. Rayon		Toho Rayon Nisshin Spinn.	Unitica		40,30%
Química	Mitsui Toatsu Mitsui Petrol.	Mitsub. Chem. Mitsub. Petroch. Mitsub. Monst. Mitsub. Gas Mitsub. Plastics	Sumit. Chem. Sumit. Bakelite	Showa Denko Nippon O&F Kureha	Sekisui Chem. Ube Industries Hitachi Chem. Teijin Fujisawa Kansai Paint Tokuyama Soda TanabeSeiyaku	Denki Kagaku K. Nippon Zeon Asahi Chem. Sankyo Shiseido Lion Corp. Asahi Denka	43,30%
Óleo e Carvão	Mitsui Mining Hokkaido Coll.	Mitsub. Oil	Sumit. Coal Min.	Toa Nenryo	Maruzen Oil	Showa Oil	45,00%
Vidro e Cimento	Onoda Cement	Asahi Glass Mitsub. Min/Cem	Nip. Sheet Glass Sumit. Cement	Nippon Cement	Osaka Cement	Chichibu Cement	48,80%
Papel	Oji Paper	Mitsub. Paper		Sanyo-Kokusaku		Honshu Paper	37,70%
Aço	Jap. St. Works	Mitsub. Steel	Sumit. Metal	Nippon Kokan	Kobe Steel** Nakayama St. Hitachi Metals Nisshin Steel	Kawasaki Steel Kobe Steel** Japan M&C	52,70%
Metais não- Ferrosos	Mitsui M&M	Mitsub. Metal Mitsub. Alum.	Sumit. M&M Sumit. Electr. Sumit. Light Met. Sumit. Alum.		Hitachi Cable	Nippon Light Met. Furukawa Furukawa Electr.	56,00%
Maquinário Geral e de Transportes	Toyota Motors Mitsui Shipb.	Mitsub. Heavy Mitsub. Kakoki Mitsub. Motors	Sumit. Heavy	Kubota Nippon P.M. Nissan Motors	NTN Toyo B. Hitachi Shipb. Shin Meiwa Dahatsu Mot.	Nigata Engineer. Kawasaki Heavy IHI Heavy Ind. Isuzu Motors Iseki Ebara Corp.	45,50%

Quadro 1 (cont.)

Tipo	Mitsui 24 empresas	Mitsubishi 28 empresas	Sumitomo 21 empresas	Fuyo 29 empresas	Sanwa 40 empresas	Dai-ichi Kangyo 45 empresas	Part./ setor***
Máquinas Elétricas e de Precisão	Toshiba	Mitsub. Electric Nippon Kogaku	Nippon Electric	Hitachi Corp.** Oki Electric Yokogawa Elec. Canon	Hitachi Corp.** Owatsi Elect. Sharp Nitto Electric	Hitachi Corp.** Fujitsu Fuji Electric Yasukawa Electr. Nippon Columbia Asahi Optical	39,30%
Ind. Naval	Mitsui-OSK	Nippon Yusen		Showa	Yamashita-SH	Kawasaki Kisen	58,70%
Warehous.	Mitsui Wareh.	Mitsub. Wareh.	Sumit. Warehous.			Shibusawa Wareh.	33,90%
Outras	Nippon Flour	Kirin Beer	Sumit. Forestry	Nisshin Flour Sapporo Beer Nippon Reizo Tobu Railroad Keihin Railr.	Ito Ham Toyo Rubber Nittsu* Hankyu Railr. Oriental Lease	Yokohama Rubber Korakuan Stadium Nittsu* Nippon KKSec.	n.d.

Notas: \* reúne apenas membros do Conselho de Presidentes

\*\* empresas que pertencem a mais de um Conselho de Presidentes

\*\*\* participação nas vendas totais das empresas listadas na Bolsa de Tóquio

Fonte: GERLACH (1989:148)

Especificamente no que se refere ao sistema de financiamento das grandes empresas, a existência do *keiretsu* foi fundamental, especialmente quando se tem em conta o volume de recursos envolvidos nos projetos de investimento que marcaram o período do pós-guerra. Como mencionado, do ponto de vista de cada corporação, pertencer a um conglomerado significa manter relações de proximidade com um conjunto de instituições financeiras: o *trust bank*, especializado na gestão das aplicações financeiras da empresa e no fornecimento de recursos de longo prazo (superior a um ano); a companhia seguradora, que capta recursos junto ao conjunto de funcionários pertencentes às empresas do grupo e também fornece financiamento às corporações (SOMEL, 1992:05); a *trading company*, que, apesar de não ser exatamente uma instituição financeira, fornece crédito para viabilizar transações comerciais; e, principalmente, o grande banco comercial, ou *City Bank*, o chamado *main bank* da empresa.

A figura do *main bank* se refere à instituição financeira que assume responsabilidades especiais com relação à empresa, funcionando como um "credor subordinado", ou seja, como o agente que, na emergência de problemas financeiros, sustenta sua exposição junto à corporação, de forma que os direitos dos demais credores

permanecem acima dos direitos do *main bank*. Segundo GERLACH (1989:153), em geral o *main bank* constitui o principal acionista da empresa.

Esse tipo de ligação implica melhorar a qualidade das demais dívidas da empresa, contraídas junto a outros bancos comerciais. Na prática, o *main bank* atua como líder do conjunto de bancos que fornece recursos à corporação, de forma semelhante a um gerenciador de um consórcio de bancos.

É interessante notar que a relação da empresa com o *main bank* se distingue por acordos de longo prazo firmados entre ambos e não pelo volume de empréstimos contratados. A participação dos empréstimos fornecidos pelo *main bank* no total de créditos contratados pelas empresas é estimada entre 13 e 18%. Entretanto, pela sua posição de “credor subordinado”, o *main bank* costuma receber as garantias de melhor classificação da corporação em suas operações de empréstimo (WALLICH & WALLICH, 1976:272).

Do ponto de vista da empresa, esse sistema de apoio a sua participação no mercado de crédito lhe permite alavancar um maior volume de recursos. Além das garantias efetivas, ela pode fornecer aos outros bancos as garantias implícitas inerentes a sua relação com o *main bank*. De acordo com GERLACH (1989:264), “no Japão, o *status* do (...) *main bank* da empresa carrega consigo a expectativa de que (este) banco (...) proverá uma porção significativa do capital da empresa (...) e assegura que esta esteja apta a receber empréstimos de outros bancos”.

Do ponto de vista do sistema bancário como um todo, a presença dessas relações viabiliza uma partilha dos riscos, já que uma das funções do *main bank* é justamente a de aumentar o número de instituições financeiras com as quais a empresa pode contar na forma de fornecedoras de empréstimos.

O *main bank* também procura atuar no sentido de evitar a emergência de problemas financeiros na empresa. Para tanto, essas instituições se municiam de informações periódicas sobre a situação financeira e até mesmo sobre o estado dos negócios das corporações relativos à esfera produtiva. Nas palavras de ZYSMAN (1983:246), “ (...) alguns observadores avaliam que (...) os empréstimos bancários

funcionam como ações controladoras, com o prestador tendo, de fato, influência assumida nas atividades das empresas”.

Assim, diante da identificação de uma situação financeira considerada problemática, o *main bank* cumpre a função de organizar operações de reestruturação financeira, elevando sua exposição junto à empresa ou intermediando suas relações com os demais bancos, de forma a facilitar o aumento dos recursos disponíveis, seja via contratação de novos empréstimos, seja através da rolagem dos contratos já existentes (SOMEL, 1992:14,15).

Além disso, o banco pode financiar as empresas compradoras de produtos da corporação que enfrenta problemas financeiros, de modo a elevar suas receitas e sua capacidade de cumprir seus compromissos. Ao mesmo tempo, os compromissos embutidos nas relações entre a empresa e seu *main bank* podem prever até mesmo o deslocamento de parte do *staff* da corporação e sua substituição por executivos do próprio banco.

Esse conjunto de elementos distintivos da relação entre bancos e empresas no Japão foi especialmente importante num contexto em que era necessário colocar a economia numa rota de expansão industrial como aquele que marcou o período do pós-guerra, na medida em que contribuiu para garantir o suporte financeiro das empresas numa perspectiva de longo prazo. Essa forma de organização do setor privado interagiu com um determinado arranjo institucional do sistema financeiro, o qual será apresentado a seguir, resultando num determinado padrão de financiamento marcado pelo elevado grau de alavancagem e pelo uso intenso do crédito bancário.

## **1.2 A Estrutura do Sistema Financeiro e a Predominância do Crédito**

No período 1950/55, o sistema financeiro japonês foi reestruturado com a intenção de criar condições institucionais de financiamento dos investimentos associados à estratégia de crescimento industrial do país. O sistema que emergiu dessa reestruturação se distinguiu por dois aspectos: o intenso grau de especialização das atividades das

instituições financeiras e o acesso indireto dos agentes ao mercado de recursos financeiros.

No que se refere ao primeiro aspecto, a montagem do sistema procurou fazer com que diferentes tipos de crédito pudessem ser fornecidos por várias categorias de instituições financeiras. Através da separação funcional das instituições, seja com relação ao alcance regional dos financiamentos, seja no que tange aos setores da economia a serem financiados, criou-se uma estrutura em que co-existiam vários subsistemas especializados de crédito. Esse arranjo institucional embutiu uma forte ênfase no financiamento da atividade produtiva, sendo praticamente inexistente o segmento do financiamento às famílias, seja na área do crédito ao consumo, seja habitação (CARGILL & ROYAMA, 1988:33). O **Quadro 2**, abaixo, traz um esquema da estrutura do sistema financeiro japonês.

A montagem desse sistema com alto grau de especialização visou não só o atendimento de vários tipos de demandas de crédito, mas também a concentração do financiamento à industrialização num segmento financeiro determinado, sob controle estrito do governo, envolvendo os *City Banks*, os Bancos de Longo Prazo (*Long-term Credit Banks*) e o banco central japonês (Banco do Japão). Esses agentes, cuja importância em termos de volume de ativos pode ser vista pelo **Quadro 2**, formaram o centro do sistema de financiamento das grandes corporações japonesas, ainda que outras instituições também tenham tido papel relevante.

Quadro 2  
Estrutura do Sistema Financeiro Japonês

Tipo de Instituição	Nº de Instituições	Ativo em 1960 (trilhões de ienes)
Banco Central (Banco do Japão)	1	1,4
<b>Bancos Comerciais*</b>	77	11,4
Grandes Bancos Comerciais ( <i>City Banks</i> )	13	7,9
Bancos Comerciais Regionais	64	3,5
<b>Instituições de Crédito de Longo Prazo</b>	10	1,6
Bancos de Longo Prazo ( <i>Long-Term Credit Banks</i> )	3	1,2
Bancos de Negócios ( <i>Trust Banks</i> )	7	0,4
<b>Instituições Financeiras para Pequenos Negócios</b>	1.072	2,7
Bancos Mútuos de Poupança e Empréstimo ( <i>Sogo Banks</i> )	72	1,2
Associações de Crédito ( <i>Shinkin Banks</i> )**	538	1,2
Cooperativas de Crédito	461	0,2
Banco Central para Cooperativas Comerciais e Industriais ( <i>Shoko Chukin Bank</i> )	1	0,1
<b>Instituições Financeiras para Agricultura, Pesca e Atividades Florestais***</b>	8.274	1,1
Banco Central Coopertivo p/ Agricult. e Ativ. Florest. ( <i>Norinchukin Bank</i> )	1	0,3
Cooperativas Agrícolas	8.273	0,8
<b>Companhias Seguradoras</b>	40	0,1
Companhias de Seguro de Vida	20	0,1
Companhias de Seguro (outros)	20	...
<b>Instituições Financeiras que operam com <i>Securities</i></b>	506	0,1
<i>Securities Companies</i>	503	0,1
<i>Securities Finance Companies</i>	3	...
<b>Instituições Financeiras Públicas****</b>	16.244	3,5
Sistema de Poupança Postal ( <i>Maruyru</i> )	16.234	2,1
<i>Japan Development Bank</i>	1	0,5
<i>Export-Import Bank</i>	1	0,1
Cooperativas para Financiamentos Especiais ( <i>koko</i> )	8	0,8

## Notas:

- ... valores desprezíveis
- \* exclui bancos comerciais estrangeiros
- \*\* exclui Associações de Crédito para Trabalhadores
- \*\*\* exclui Cooperativas de Crédito para Pesca
- \*\*\*\* a) para os ativos totais do Sistema de Poupança Postal computou-se os ativos do *Trust Fund Bureau*, instituição que centraliza os recursos captados pelas agências dos correios.  
b) para os ativos totais do *Japan Development Bank*, do *Export-Import Bank* e das Cooperativas para Financiamentos Especiais, computou-se apenas os valores dos empréstimos totais.

Fonte: TERANISHI (1991:63), VINER (1987) e BANK OF JAPAN, ECONOMIC STATISTICS ANNUAL (1992).

O segundo aspecto característico do sistema financeiro japonês do pós-guerra - o acesso indireto dos agentes ao mercado de recursos - foi garantido através de uma série de mecanismos que impediram o desenvolvimento dos mercados de *securities* - instrumentos financeiros emitidos diretamente pelo tomador, como bônus e ações. A rigor, esses mercados não funcionaram como provedores importantes de recursos às corporações japonesas ao longo do período de reconstrução e do “milagre”, mas, pelo contrário, o crédito intermediado por instituições financeiras constituiu a base do arranjo institucional financeiro japonês.<sup>3</sup> Contudo, tanto o mercado de ações como o mercado de bônus desempenharam funções específicas essenciais dentro do sistema de financiamento das grandes empresas japonesas, como será visto a seguir.

### 1.2.1 O Mercado Acionário

Ao longo da etapa de crescimento acelerado, o financiamento através de emissões de ações não foi utilizado em larga escala pelas corporações japonesas. Como pode ser observado pela **Tabela 3**, as ações foram perdendo espaço dentro da estrutura financeira das empresas durante o período.

**Tabela 3**

**Participação das Ações no Ativo Total das Empresas Japonesas**

em %		
Ano/Setor	Setor Manufatureiro	Todas as Indústrias
1950	31,4	26,9
1955	34,0	29,0
1960	27,6	22,6
1965	23,1	19,0
1970	19,9	16,1

Observação: dados de estoque

Fonte: CAVES & UEKUSA (1976:479).

<sup>3</sup> A predominância do crédito aliada ao controle do custo e da alocação dos recursos definem, em termos breves, o que ZYSMAN (1983: caps. 2 e 5) caracterizou como um sistema financeiro baseado no crédito com preços determinados administrativamente”. Ao longo desta dissertação, procura-se retomar as importantes contribuições desse autor para o entendimento da forma de funcionamento do sistema financeiro japonês, ressaltando-se que não constitui objeto deste trabalho discutir a tipologia de sistemas financeiros por ele desenvolvida.

A importância decrescente das emissões de ações como instrumento de financiamento se explica não só pelo fato de que toda a estrutura institucional do sistema financeiro japonês estava centrada no crédito, mas também porque o recurso ao aumento de capital como mecanismo básico de financiamento acabaria conflitando com o esquema de organização do setor privado japonês.

Como mencionado, as participações acionárias no Japão constituem a forma preferencial de manifestação do conjunto de ligações que articulam corporações financeiras e não-financeiras no interior dos *keiretsu* (e até mesmo fora deles). Nesse contexto, as transações no mercado acionário japonês tinham, como primeiro objetivo, a obtenção dos “ganhos de longo prazo” embutidos nas relações patrimoniais interempresas, seja por parte dos investidores, seja dos emissores de títulos.

Do ponto de vista do financiamento das empresas, esse caráter específico das operações com ações teve uma importância crucial. De um lado, vários compromissos de natureza estritamente financeira - envolvendo instituições financeiras, empresas e *trading-companies* - foram referendados por posições patrimoniais, estabelecidas pela constituição da carteira acionária dos agentes. Isso porque a contratação de operações de empréstimo envolvia, como passo prévio, o estabelecimento de uma relação entre o agente financeiro e a empresa, cujo “registro” era feito através da troca de ações emitidas por ambas as partes.

De outro lado, o fato de que a organização e consolidação de compromissos econômicos em geral entre as empresas constituiu a lógica inerente da maior parte das operações com ações deu origem a um importante “mercado” de participações acionárias, restrito àqueles agentes, cujo tamanho e forma de funcionamento acabaram por obscurecer o mercado acionário propriamente dito.

Em primeiro lugar, apenas uma pequena fração do total das ações emitidas era objeto de oferta pública, isto é, de colocação em mercado, sendo a maior parte das emissões distribuída diretamente junto aos acionistas existentes. Até meados dos anos 60, mais de 80% das novas emissões de ações eram objeto dessa forma de colocação (VINER,

1987:49). Em outras palavras, a maior parte do mercado primário de ações se limitava ao intercâmbio de participações acionárias entre as próprias corporações, restando pouco espaço para aquisições do público em geral.

Em segundo lugar, a lógica da constituição da carteira acionária dos participantes mais importantes do mercado primário de ações tendeu a se contrapor à realização de ganhos com a valorização dos títulos. As elevações das cotações eram, por si só, vistas como uma melhora automática da condição financeira de todas as empresas do grupo (GERLACH, 1989:158). A realização de ganhos de capital, nesse contexto, corresponderia à opção de se desfazer dos “ganhos de longo prazo” embutidos no entrelaçamento patrimonial, na medida em que implicaria eliminar a via de representação dos vários compromissos existentes. Assim, operações de venda em mercado secundário por parte desse tipo de investidor ocorreram com pouca frequência e estiveram relacionadas a estratégias de curto prazo voltadas para a melhora da condição financeira da empresa ao encerramento do ano fiscal, sendo revertidas no momento seguinte mediante a recompra das ações. Em função disso, o volume de negócios no mercado secundário de ações acabou se mantendo reduzido (VINER, 1987:80).

Dessa forma, tanto o mercado primário de ofertas públicas como o mercado secundário de ações tiveram seu desenvolvimento obstaculizado pelas especificidades do sistema de articulação entre as corporações e seus desdobramentos sobre a forma de atuação dos principais agentes participantes. Isso contribuiu para concentrar a posse das ações junto a esses agentes em detrimento dos investidores individuais, cuja participação apresentou considerável declínio ao longo dos anos. A **Tabela 4** ilustra esse processo, ao mostrar que a composição dos agentes detentores do estoque de títulos foi evoluindo rumo a uma concentração das ações nas mãos de “acionistas estáveis”, isto é, empresas e instituições financeiras, os quais respondiam por uma parcela bastante reduzida do giro do mercado secundário (GERLACH, 1989:158).

Contudo, a presença de outros elementos relacionados à regulamentação das atividades no mercado acionário também contribuiu para impedir seu desenvolvimento, tanto pelo lado da oferta como da demanda de títulos. Em relação à oferta, o aspecto

fundamental de desestímulo às emissões relacionou-se ao custo do financiamento acionário *vis-à-vis* o financiamento através de endividamento.

Em primeiro lugar, o sistema de tributação favoreceu o uso do endividamento em detrimento das emissões de ações ao permitir a contabilização dos pagamentos de juros como despesas, ainda que isso tenha sido em parte compensado por uma alíquota reduzida aplicada à parcela dos lucros distribuídos como dividendos (WALLICH & WALLICH, 1976:268).

Tabela 4

## Principais Detentores de Ações no Japão

(em %)

Investidor/Ano	1955	1960	1965	1970	1975	1980	1985
Indivíduos	53,2	46,3	44,8	39,9	33,5	29,2	25,2
Empresas	13,2	17,8	18,4	23,1	26,3	26,0	24,1
Instituições Financeiras*	19,5	23,1	23,4	30,9	34,5	37,3	40,9
Securities Companies	7,9	3,7	5,8	1,2	1,4	1,7	2,0
Fundos de Investimento	4,1	7,5	5,6	1,4	1,6	1,5	1,3
Não-residentes	1,8	1,4	1,8	3,2	2,6	4,0	5,7
Outros	0,4	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,8
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Valor de Mercado do Estoque de Ações (em Y trilhões)	n.d.	n.d.	n.d.	22,7	43,2	77,1	190,1
Acionistas "Estáveis"***	32,7	40,9	41,8	54,0	60,8	63,3	65,0

Notas: \* bancos e companhias de seguros

\*\* empresas e instituições financeiras

Observação: dados de estoque

Fonte: OECD (1991:99) e BANK OF JAPAN, Economic Statistics Annual (1992)

Em segundo lugar, até recentemente, a grande maioria das colocações de ações diretamente junto aos acionistas era feita com preços fixos, a chamada prática de emissões "ao par". De acordo com VINER (1987:50,99), os preços "ao par" tendiam a ficar entre

um terço e um décimo do valor de mercado das ações.<sup>4</sup> Apenas as ofertas públicas que, como visto, representavam uma parcela pequena do mercado primário, eram realizadas a preços de mercado. Na medida em que o valor das ações negociadas em mercado tendia a permanecer recorrentemente acima dos valores de emissão “ao par”, a empresa acabava não se beneficiando de uma eventual valorização de suas ações para a captação de volume adicional de recursos. Ou seja, mesmo que a cotação da ação se elevasse, a empresa não poderia levantar um montante superior de recursos a menos que colocasse um lote também superior de títulos (dado que os preços eram fixos), o que implicaria um custo adicional em termos de dividendos (WALLICH & WALLICH, 1976:268,269).

Esse aspecto pode ter sido relevante para as corporações japonesas na confrontação dos custos embutidos na captação de recursos via aumento de capital ou através de endividamento. Um dos parâmetros para a determinação do custo do endividamento são as garantias que a empresa é obrigada a fornecer, as quais se baseiam no valor do seu capital, que leva em conta o valor de mercado. Em geral, se há uma valorização das cotações de uma ação em mercado ao longo do tempo, a empresa pode ser classificada como um cliente superior e contratar dívidas a um custo mais baixo. Assim, uma operação de endividamento teria a vantagem de não embutir uma subavaliação do capital das empresas japonesas, ao contrário do que tendeu a ocorrer com o financiamento acionário.

Em terceiro lugar, no cenário de crescimento acelerado que caracterizou a economia do Japão nas décadas de 50 e 60, é muito provável que a rentabilidade esperada dos investimentos das corporações fosse extremamente elevada. Se as empresas esperavam obter uma taxa crescente de lucro, levantar recursos via aumento de capital em volume significativo implicaria conceder aos acionistas uma proporção fixa de um fluxo crescente de rendimentos (supondo-se invariável a taxa de dividendo por ação). Nesse contexto, a contratação de dívidas com taxas de juros fixas tendia a se mostrar relativamente mais vantajosa, dado que seu custo corresponderia a uma fração decrescente do volume de lucros futuros (WALLICH & WALLICH, 1976:269,270).

---

4 A literatura consultada não esclarece os motivos desta prática nem os critérios para a fixação dos preços.

No que se refere à demanda de títulos, o principal fator a ser considerado relaciona-se à estrutura de tributação dos ganhos com ações. De acordo com VINER (1987:91,92), a tributação sobre os dividendos seria elevada (15%), o que teria contribuído para que os investidores atribuissem pouca importância a esse tipo de ganho. Com relação aos ganhos de capital, as regras estabeleceram uma virtual isenção de taxaço dos lucros de pessoas físicas, ao contrário das pessoas jurídicas, cujos ganhos de capital foram taxados como parte dos lucros empresariais.

Assim, considerando-se estritamente a estrutura de tributação do mercado acionário, induziu-se os investidores em geral a negligenciarem os ganhos com dividendos e estimulou-se a participação de pessoas físicas visando a obtenção de ganhos de capital, o que deve ter contribuído para que esse tipo de investidor fosse responsável pela maior parte das transações em mercado secundário (acima de 70% em 1975) (VINER, 1987:80,81).

No entanto, a existência de taxaço sobre os ganhos de capital das pessoas jurídicas não parece ter sido a causa fundamental da pequena participação das corporações (financeiras e não-financeiras) no giro do mercado acionário. Dado que a forma de lançamento da maior parte das ações emitidas seguia a regra dos preços "ao par", em geral abaixo do preço de mercado, já de início estava colocada para os investidores a possibilidade de obtenção de lucros com a venda das ações no momento seguinte. Considerando-se, ainda, que ao longo dos anos, o valor de mercado das ações tendeu a se distanciar cada vez mais do valor "ao par", haveria, em princípio, um grande incentivo para a realização de ganhos de capital.

A razão essencial para que as empresas não tenham tido uma atuação expressiva no mercado secundário parece estar, antes de tudo, relacionada ao próprio caráter peculiar da grande maioria das operações com ações no Japão - em que a constituição das posições acionárias era determinada pelo objetivo de criar ou solidificar laços interempresas e não com a intenção de obter os lucros tradicionais que o mercado acionário poderia oferecer. Em poucas palavras, como coloca Clark a respeito dos agentes que mantêm participações acionárias recíprocas no Japão, "a participação acionária é a mera expressão de sua relação e não a relação em si" (*apud* GERLACH, 1989:157).

Em suma, ainda que não tenha sido desprezível o grau de utilização de emissões de ações por parte das empresas japonesas ao longo do pós-guerra, a forma de organização do setor privado no Japão fez com que, na prática, o mercado acionário fosse um espaço preferencialmente voltado para a constituição de relações patrimoniais, e, portanto, limitado para a obtenção de financiamento tendo-se em conta o volume de recursos envolvidos nos projetos de investimento.

### 1.2.2 O Mercado de Bônus

De forma ainda mais intensa do que ocorreu com o mercado acionário, o mercado de bônus também foi limitado enquanto espaço de obtenção de financiamento pelas empresas japonesas ao longo do pós-guerra. Efetivamente, as normas que orientaram a constituição e o funcionamento do mercado determinaram um tamanho relativamente reduzido para o segmento de títulos de empresas privadas não-financeiras.

De um lado, isso se mostrou consoante com a política do governo de induzir as corporações a se financiarem predominantemente através do endividamento bancário, mantendo sob controle os fluxos de crédito como será abordado mais à frente. De outro, a pequena presença das empresas permitiu reservar o mercado como o espaço preferencial de financiamento de alguns segmentos específicos e, simultaneamente, facilitou o exercício de controle sobre o custo desse financiamento por parte das autoridades.

Em relação ao processo de emissão e colocação dos títulos, um conjunto de regulamentações atuou de forma a obstaculizar o acesso das corporações ao mercado. Em primeiro lugar, até recentemente todos os bônus emitidos por empresas no Japão deveriam ser garantidos por ativos fixos ou *securities* negociáveis (o chamado “princípio da colateralização”). Isso resultava numa restrição do acesso dos tomadores ao mercado, não só do ponto de vista do tamanho da empresa, já que apenas aquelas de maior porte estavam aptas a constituírem as garantias, mas também em função do sistema de custódia desses ativos. Sob esse sistema, o tomador era levado a contratar uma instituição financeira para atuar como *trustee* (agente custodiante), função que implicava o

compromisso de liquidação das garantias mantidas sob custódia e recompra dos títulos em caso de inadimplência. Esse serviço embutia o pagamento de elevadas comissões, fixadas arbitrariamente por um consórcio permanente de bancos (composto predominantemente pelos *City Banks*), o que onerava consideravelmente as colocações (VINER, 1987:110,254). Do ponto de vista dos bancos, esse esquema constituía uma forma de se apropriar dos ganhos das instituições especializadas no segmento de corretagem, subscrição e distribuição de *securities*, as *securities companies*. Do ponto de vista do governo, sua manutenção se deveu provavelmente à estratégia de impedir o uso dos bônus como forma de financiamento.

Em segundo lugar, o governo utilizou-se de um órgão especificamente habilitado para monitorar os procedimentos de emissão e lançamento, o Conselho para a Regulamentação das Emissões de Bônus (*Kisaikai*), o qual dificultava enormemente as colocações. Composto por bancos e grandes *securities companies*, o Conselho detinha poderes para autorizar ou não todos os termos das operações e tinha sua atuação orientada pelas diretrizes do Ministério das Finanças e do Banco do Japão

Na prática, esse sistema resultava em grande lentidão no processo de aprovação das operações para a maior parte dos pedidos de emissão e, principalmente, freqüentes vetos às propostas de lançamento. Em especial, o Conselho tendeu a privilegiar as propostas de lançamento de bônus de empresas ligadas a setores específicos como aço, gás, e, sobretudo, energia elétrica, sob a justificativa de que tratava-se de empresas com caráter de "utilidade pública". A **Tabela 5**, que mostra o grau de aceitação das propostas das empresas ligadas ao setor de energia elétrica *vis-à-vis* as demais, reflete a intensidade das limitações a que estavam sujeitas as corporações em geral, ainda mais levando-se em conta que as companhias de energia elétrica somavam apenas nove empresas (VINER, 1987:115).

Ao lado das restrições relativas aos procedimentos de lançamento dos bônus, o governo japonês exerceu forte controle sobre os termos das emissões de títulos, dificultando o uso desse instrumento de financiamento. Através da atuação do Conselho de Emissões, não apenas a estrutura de prazos de maturação dos papéis permaneceu pouco diversificada, como, principalmente, suas taxas de juros eram fixadas

recorrentemente abaixo dos níveis do mercado secundário, impedindo que se mostrassem atrativos aos olhos dos investidores. Como mostra a **Tabela 6**, os juros das emissões primárias eram em geral inferiores à rentabilidade exigida pelos investidores para adquirir os títulos em transações de mercado secundário.

**Tabela 5**

**Propostas de Lançamento de Bônus das Empresas**

(em Y bi)

Ano/Tipo	CIAs de Energia Elétrica			Outras Empresas		
	proposto	colocado*	aprovação	proposto	colocado*	aprovação
1966	1.706	1.662	97,4%	3.044	2.496	82,0%
1967	2.049	1.963	95,8%	3.865	3.535	91,5%
1968	2.146	1.929	89,9%	4.571	3.023	66,1%
1968	2.460	2.080	84,6%	5.344	2.871	53,7%
1970	3.080	2.782	80,3%	6.333	3.300	52,1%
1971	3.850	3.871	100,5%	7.072	4.664	66,0%
1972	4.780	4.245	88,8%	5.412	2.307	42,6%
1973	5.420	5.640	104,1%	4.810	2.900	60,3%

Nota: \* colocação bruta

Fonte: CARGILL & ROYAMA (1988:42)

**Tabela 6**

**Taxas de Rentabilidade dos Bônus das Empresas**

(% a.a.)

Mercado/Período	1958/62	1963/67	1968/72
Mercado Primário	7,7	7,4	7,7
Mercado Secundário	8,4	8,1	8,0

Fonte: TERANISHI (1991:65)

De acordo com WALLICH & WALLICH (1976:310), as taxas de juros dos mercados primário e secundário de bônus apenas convergiram nos períodos em que as condições monetárias se mostraram pouco restritivas, momentos em que, justamente, tornava-se menor a necessidade de liquidá-los. Dessa forma, os títulos privados embutiam uma

expectativa quase permanente de perda de capital nas operações de revenda. Isso impediu a constituição de um mercado secundário efetivo, que pudesse conferir algum grau de liquidez aos bônus das empresas, dificultando o repasse dos títulos ao público por parte dos compradores primários (TERANISHI, 1991a:17).

Se a forma de determinação das taxas de juros no mercado de bônus acabava conferindo pouca atratividade a esses papéis, é preciso questionar a razão que levaria os compradores primários a adquirir os títulos.

As colocações no mercado de bônus eram monitoradas pelo governo, que distribuía os títulos junto a um sindicato de *underwriting*, composto em geral pelos próprios membros do Conselho, sendo a maior parte adquirida pelos *City Banks* (TERANISHI, 1991a:11; SUZUKI, 1986:24). Ao que tudo indica, esse sistema de colocação dos títulos tinha um caráter praticamente compulsório.<sup>5</sup>

No entanto, como será visto no capítulo 2, determinados bônus eram aceitos pela autoridade monetária como lastro de operações de fornecimento de reservas bancárias pelo Banco do Japão, ou, ainda, eram aceitos em troca da obtenção de reservas bancárias fornecidas pela autoridade monetária. Assim, o próprio Conselho, cujos membros eram os maiores detentores dos títulos, tendia a privilegiar certos pleitos de lançamentos em detrimento de outros, de forma que os títulos que compunham as carteiras dos bancos acabavam tendo uma certa funcionalidade para as instituições. Na prática, portanto, a possibilidade de obtenção de liquidez junto ao banco central embutida nos títulos funcionava como contrapartida à compulsoriedade da aquisição (SOMEL, 1992:05).

De qualquer forma, como mostram as Tabelas 7 e 8, a participação relativa das colocações das empresas no mercado se mostrou não apenas reduzida mas, principalmente, decrescente ao longo do tempo. Contudo, a participação das empresas em geral nas emissões de bônus era bem inferior ao retratado pelos dados de estoque de

---

<sup>5</sup> Na realidade, a literatura consultada não é clara a esse respeito. Segundo TERANISHI (1990:336), o Conselho de Emissões (referido pelo autor como "comitê") decidia os preços e o volume de emissões e, em seguida, os bônus eram rateados junto aos bancos a preços acima do preço de mercado. De acordo com SUZUKI (1986:24), os bônus eram colocados "não em um mercado aberto, mas através de um sistema alocativo, a rendimentos abaixo das taxas de mercado. A participação dos *City Banks* nessa alocação era bastante elevada". A rigor, portanto, o termo "sindicato de *underwriting*" não parece adequado, dado que não havia tentativa de colocação dos títulos em mercado antecedendo a sua "subscrição".

títulos e colocações líquidas, já que, como mencionado, parcela bastante significativa correspondia a bônus das companhias de energia elétrica. As informações a esse respeito, no entanto, se restringem às colocações brutas e se encontram na **Tabela 5**.

**Tabela 7**

**Composição do Mercado de Bônus por Tipo de Emissor**  
(participação relativa de cada tipo de título no estoque total de bônus)  
(em %)

Tipo/Ano	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
Bônus de Empresas	25,4	21,8	19,5	19,1	18,9	19,1	18,4	16,8	16,3
Debêntures Bancárias	44,7	41,0	38,6	39,3	38,3	39,1	39,0	38,7	37,8
Bônus do Setor Público*	29,9	37,2	41,9	42,5	42,9	41,8	42,5	44,5	45,9
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Total (em Y trilhões)	3,8	8,8	10,9	12,6	14,6	16,2	20,2	25,1	30,1

Nota: \* inclui Bônus do Governo Central, Bônus de Governos Locais e Bônus Garantidos pelo Governo

Fonte: BANK OF JAPAN, Economic Statistics Annual (1992)

**Tabela 8**

**Evolução das Colocações Líquidas de Bônus**  
(em %)

Tipo/Ano	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
Bônus de Empresas	16,2	9,8	10,0	16,7	16,8	21,2	15,6	9,8	14,4
Debêntures Bancárias	39,8	28,9	28,1	36,3	38,6	44,7	38,8	37,5	33,2
Bônus do Setor Público*	44,0	61,3	61,9	47,0	44,6	34,2	45,6	52,7	52,8
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Total (em Y trilhões)	1,5	2,0	2,1	1,7	1,7	1,9	4,0	5,0	5,0

Nota: \* inclui Bônus do Governo Central, Bônus de Governos Locais e Bônus Garantidos pelo Governo

Observação: percentuais sobre o fluxo líquido total

Fonte: BANK OF JAPAN, Economic Statistics Annual (1992)

Ao lado das empresas de “utilidade pública”, dois outros segmentos de tomadores contaram com facilidades institucionais de financiamento no mercado de bônus: os Bancos de Longo Prazo, emissores de debêntures bancárias, e o próprio governo, os quais, como retratado pelos dados das **Tabelas 7 e 8**, respondiam pela maior fatia do estoque.

No caso do governo, forjou-se um espaço cativo para os títulos da dívida pública, visando garantir seu financiamento em condições favoráveis em termos de prazos e custos. Isso se tornou especialmente importante a partir de 1965, quando as autoridades japonesas passaram a adotar uma política fiscal expansionista, abandonando a política de equilíbrio orçamentário que vinha sendo mantida desde 1949, e recorrendo à emissão de bônus para financiar projetos públicos. A primeira emissão ocorreu em 1966, envolvendo títulos com prazo de 7 anos (SHIGEHARA, 1991:05).

De forma relativamente semelhante aos títulos privados, o sistema criado para a colocação dos bônus públicos baseou-se no estabelecimento de cotas de aquisição obrigatórias às instituições financeiras. As cotas eram fixadas de maneira diferenciada em função do volume de ativos de cada instituição participante do chamado Sindicato de Subscritores de Títulos Públicos (também composto por bancos e *securities companies*), sendo a maior parte colocada junto aos *City Banks*. Entretanto, diferentemente dos bônus emitidos pelas empresas, os bancos não eram autorizados a revender os títulos do governo ao público, prerrogativa conferida apenas às *securities companies* (SHIGEHARA, 1991:06).

Até esse período, os títulos públicos se constituíam, em sua maior parte, de papéis emitidos por empresas estatais (os chamados “bônus garantidos pelo governo”), que eram, em sua maioria, absorvidos pelos *City Banks*. Os recursos provenientes da venda desses títulos constituíam, juntamente com a captação do Sistema de Poupança Postal e do Sistema de Pensão os fundos do Programa Fiscal de Investimento e Empréstimo. Administrado pelo *Trust Fund Bureau*, uma divisão do Ministério das Finanças, o Programa se especializou na concessão de empréstimos e na capitalização de empresas de vários setores que cuja atuação era tida como de “interesse público”, em sua maior parte estatais, ainda que incluísse também empresas privadas (SUZUKI, 1986:273-290). Além

disso, a dívida pública também era composta por bônus emitidos pelos governos locais, colocados, em geral, junto a bancos de atuação regional (SUZUKI, 1980:53,54).<sup>6</sup>

Já os Bancos de Longo Prazo contavam com autorização legal para a colocação de debêntures diretamente junto aos investidores, sem terem que se submeter ao rígido sistema de subscrição. Essa facilidade de financiamento no mercado de bônus se inseriu na estratégia do governo de prover recursos de longo prazo a setores específicos da indústria.

O segmento dos Bancos de Longo Prazo engloba três instituições financeiras, o *Industrial Bank of Japan*, o *Long-Term Credit Bank of Japan* e o *Nippon Credit Bank*, que sempre atuaram sob forte monitoramento do Ministério das Finanças, funcionando praticamente como seus componentes auxiliares e tendo, portanto, um caráter essencialmente estatal. A política de crédito dessas instituições tendeu a concentrar recursos na reconstrução de fábricas e equipamentos de segmentos industriais identificados como cruciais para o desenvolvimento, como indústria química e pesada, entre outras, em condições de longo prazo (até 7 anos) (SUZUKI, 1986:202,203)

No que se refere aos custos do financiamento dos segmentos com acesso privilegiado ao mercado, os títulos da dívida pública e as debêntures bancárias tinham suas taxas de rentabilidade fixadas pelo Ministério das Finanças. No caso das debêntures bancárias, as taxas de juros eram fixadas de forma a garantir uma rentabilidade pouco acima dos títulos públicos (VINER, 1987:118,119,170).

Assim, o conjunto dos papéis lançados no mercado de bônus tinha suas taxas de rentabilidade determinadas arbitrariamente pelo governo. Esse aspecto, acrescido do caráter compulsório da subscrição da maior parte dos títulos, sugere que taxas mais elevadas emergiriam caso fossem adotados procedimentos típicos de mercado para as emissões e o lançamento dos papéis. Contudo, ao contrário dos bônus das empresas, para

---

<sup>6</sup> O autor não explica o funcionamento do sistema de colocação desses títulos, limitando-se a afirmar que era "bastante semelhante" ao dos títulos destinados ao financiamento da dívida pública. Deve-se ressaltar, ainda, que o governo japonês também se financiava através de títulos de curto prazo (inferior a um ano), as *Treasury Bills*, adquiridas quase em sua totalidade pelo Banco do Japão. Os títulos de curto prazo são os únicos papéis emitidos pelo setor público que a autoridade monetária japonesa é autorizada a subscrever. As aquisições de bônus públicos de longo prazo pelo Banco do Japão somente podem ocorrer em operações de mercado secundário (KURODA & KINOSHITA, 1992:6,7).

os quais foram encontrados dados sobre as taxas de rentabilidade em mercado secundário, tal afirmação foi de difícil verificação no caso dos demais títulos dada a dificuldade de obtenção de informações a esse respeito. Ainda assim, parece bastante razoável supor que a obtenção de financiamento via endividamento direto tenha se dado a custos artificialmente baixos para o conjunto dos tomadores.

De qualquer forma, deve-se ressaltar que os constrangimentos impostos pelo governo através do Conselho de Emissões de Bônus e do sistema de subscrição dos títulos constituíram condição essencial da manutenção do controle sobre os custos do financiamento no mercado de endividamento direto. Ao restringir quantitativamente a colocação de títulos das empresas privadas em geral e impor uma forte rigidez à forma de determinação de suas taxas de rentabilidade, o Conselho impediu que as empresas concorressem com os demais setores, tornando muito mais fácil ao governo a tarefa de manter seu custo de financiamento em patamares relativamente baixos.

Considerando-se o conjunto do mercado de bônus, os *City Banks* constituíam individualmente o segmento mais importante de investidores. Como mostra a **Tabela 9**, dentro do segmento dos bancos, que detinham cerca de 40% do estoque de bônus, os *City Banks* respondiam por mais da metade dos papéis.

Além disso, os títulos representavam parcela importante de seu ativo. Isso se explica não apenas pelo caráter praticamente compulsório da aquisição de parcela significativa do estoque de papéis, mas também porque o repasse dos títulos ao público era vedado no caso dos bônus públicos e muito difícil no caso dos bônus das empresas, devido às reduzidas taxas de juros com que eram lançados. Como mencionado, contudo, alguns títulos podiam ser liquidados junto ao Banco do Japão em condições favoráveis. Isso não apenas constituiu importante reforço ao esquema de colocação compulsória, facilitando sua aceitação, mas também acabou resultando na imposição de critérios seletivos para a aprovação dos pedidos de lançamento em consonância com as restrições da própria autoridade monetária para adquirir os papéis.

Tabela 9

Indicadores da Participação dos *City Banks* no Mercado de Bônus

(em %)

Indicador/Ano	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
Bônus das Carteiras dos <i>City Banks</i> Estoque de Bônus*	36,0	24,9	25,5	24,6	19,7	18,6	18,5	18,0	15,8
Bônus das Carteiras dos <i>City Banks</i> Ativo dos <i>City Banks</i>	10,3	10,7	10,3	9,8	8,9	8,2	8,6	8,3	7,3
Bônus das Carteiras de todos os Bancos** Estoque de Bônus*	64,8	47,0	42,0	42,0	40,0	38,0	39,0	40,0	37,0

Observação: dados de estoque

Nota: \* dentro do estoque de Bônus, considerou-se Bônus do Governo Central (*Interest-bearing*), Bônus de Governos Locais, Debêntures Bancárias e Bônus das Empresas

\*\* inclui: *City Banks*, Bancos Regionais, Bancos de Longo Prazo, *Trust Banks*, Associações de Crédito (*Shinkin Banks*) e Federação Nacional das Associações de Crédito (*Zenshinren Bank*)

Fonte: BANK OF JAPAN, Economic Statistics Annual 1992)

Em suma, tanto pelo lado da oferta como pelo lado da demanda, não parece adequado afirmar que havia um *mercado* de bônus ao longo do pós-guerra no Japão, posto que os compradores primários eram determinados *a priori* e o acesso dos tomadores era fortemente restrito. Na prática, tratava-se de um espaço preferencial de financiamento de segmentos específicos da economia, provavelmente a um custo inferior àquele que tenderia a emergir caso os papéis privados pudessem ter um acesso mais livre.

Ainda assim, a existência desse espaço foi fundamental para o sistema de financiamento das grandes empresas. Primeiro, porque entre os setores com acesso privilegiado encontravam-se os Bancos de Longo Prazo, cuja política de crédito tinha uma dimensão necessariamente seletiva e adequada aos objetivos de expansão industrial. Segundo, porque os agentes que detinham o poder de viabilizar o acesso ao mercado eram, ao mesmo tempo, os principais aplicadores. O mais provável, portanto, seria que

estes procurassem maximizar a liquidez de suas carteiras, o que envolvia aceitar as propostas de lançamento dos títulos que, num segundo momento, tenderiam a ser aceitos pela autoridade monetária em troca de reservas bancárias.

No capítulo 2 procura-se mostrar como a condução das políticas monetária e creditícia por parte do Banco do Japão se articulou com o arcabouço institucional que constituiu a base do sistema de financiamento das grandes empresas ao longo do segundo pós-guerra, criando um sistema de coordenação das decisões privadas de gasto através da seletividade dos fluxos de recursos da economia.

## CAPÍTULO 2

### A OPERACIONALIZAÇÃO DA POLÍTICA DE CRÉDITO SELETIVO DURANTE O PÓS-GUERRA

Como descrito no capítulo 1, a interação entre o esquema de organização do setor privado no Japão e o desenho institucional do sistema financeiro fez com que o crédito se tornasse o principal mecanismo de financiamento disponível às corporações japonesas. Em outras palavras, os aspectos constitutivos do sistema de financiamento das grandes empresas no Japão fortaleceram as vias indiretas de acesso ao financiamento em detrimento do uso dos chamados mercados de *securities*.

Ocorre que os principais intermediadores de fundos às grandes empresas eram, ao mesmo tempo, agentes do sistema monetário, ou seja, bancos comerciais que atuam em esquema de recolhimento de reservas ao banco central em proporção aos depósitos captados. Esse ponto foi essencial para que o governo japonês pudesse monitorar o destino dos recursos junto ao setor industrial. Efetivamente, ao longo do pós-guerra, a política monetária no Japão praticamente se confundiu com uma política de alocação seletiva do crédito.

Este capítulo procura descrever de que forma as autoridades japonesas imprimiram um caráter fortemente seletivo à política monetária, adequando a atuação do Banco do Japão e do sistema bancário à estratégia de crescimento industrial. O controle seletivo do crédito se baseou em três aspectos. O primeiro se refere ao fato de que a demanda de recursos por parte das empresas pertencentes aos setores de maior dinamismo e, portanto, mais diretamente ligadas à estratégia de crescimento industrial, era concentrada junto a um pequeno núcleo de instituições financeiras: os *City Banks* e os Bancos de Longo Prazo. O segundo diz respeito ao papel desempenhado pelo Banco do Japão no processo de ajustamento das reservas bancárias. E finalmente o terceiro se refere ao controle exercido sobre o custo do passivo bancário.

A operação simultânea desses elementos, os quais serão abordados nas seções que se seguem, foi essencial na medida em que permitiu ao governo japonês ter uma forte influência na política de gestão dos ativos bancários. Ao final do capítulo, são feitos alguns comentários sobre a relação entre o esquema de controle do custo do passivo bancário e as taxas de juros cobradas pelos bancos em suas operações de empréstimo.

## **2.1 A Concentração da Demanda de Crédito**

Como explorado no primeiro capítulo, o sistema financeiro japonês se caracterizou por um elevado grau de segmentação e especialização funcional das instituições. O sistema foi desenhado de forma a viabilizar, de um lado, a existência de um reduzido número de grandes bancos, os *City Banks* e os Bancos de Longo Prazo, e, de outro, uma série de instituições financeiras de pequeno e médio porte com atuação regional ou restrita ao financiamento de atividades específicas (bancos comerciais regionais e associações e cooperativas de crédito).

O caráter segmentado do sistema e seus efeitos do ponto de vista do fornecimento de distintos tipos de crédito à economia foi reforçado pelas diretrizes do Ministério das Finanças. O Ministério das Finanças permitiu que as instituições de pequeno e médio porte tivessem, em conjunto, uma vasta rede de agências. Ao mesmo tempo, a expansão da rede de agências dos *City Banks* foi fortemente limitada pelas autoridades sob a justificativa de evitar a concorrência excessiva por depósitos bancários entre instituições de porte muito diferente (TERANISHI, 1991a:10).

Assim, efetivamente, demandas de caráter regional ou específico no que concerne à atividade a ser financiada, ou, ainda, demandas originadas no setor de empresas de pequeno porte eram direcionadas a instituições em princípio mais habilitadas a atendê-las, uma vez que haviam sido criadas justamente para essa finalidade. Em contrapartida, as empresas mais diretamente vinculadas ao crescimento industrial, no sentido de realizarem os investimentos que “comandavam” o processo de expansão, voltavam sua demanda de recursos para os *City Banks* e Bancos de Longo Prazo.

No que se refere aos Bancos de Longo Prazo, as próprias normas de funcionamento dessas instituições com relação ao tipo de crédito que deveriam fornecer faziam com que a maior parte de sua clientela fosse composta pelas grandes empresas inseridas nos projetos industriais de maior relevância. No caso dos *City Banks*, o fato de a maior parte das corporações japonesas guardar um vínculo estreito com um grande banco comercial, o *main bank* da empresa, o qual, por sua vez, agenciava empréstimos junto a outros grandes bancos, contribuiu para concentrar a demanda de crédito da indústria nesse segmento.

Nesse contexto, e dado o ritmo de crescimento da demanda de crédito vinculada aos projetos de investimento, o conjunto dos *City Banks* tendeu a ficar permanentemente numa situação de deficiência de reservas bancárias, fenômeno referido na literatura como *overloan* (WALLICH & WALLICH, 1976:284 e segs.). Essa situação é ilustrada pela **Tabela 10**, que mostra que, no caso dos *City Banks*, a relação entre o saldo de empréstimos e o volume de recursos captados (dado pelo estoque de depósitos mais as debêntures bancárias, de emissão dos Bancos de Longo Prazo), se manteve elevada quando comparada à do conjunto do sistema bancário.

É interessante notar que o fenômeno da deficiência de reservas bancárias por parte dos *City Banks* ocorreu a despeito do fato de que a perda de depósitos desse conjunto de instituições para outros segmentos do sistema financeiro tendia a ser bastante reduzida, já que esses bancos estavam localizados nos grandes centros urbanos, onde o potencial de geração de renda tendia a ser maior.

Além disso, é muito provável que a proximidade dos *City Banks* com as grandes empresas também tenha atuado no sentido de minimizar de maneira expressiva a perda de depósitos para outras áreas do sistema financeiro. De fato, como será explorado mais à frente, constituía prática comum a exigência, por parte dos bancos, de reciprocidade junto aos clientes na forma de depósitos em volume proporcional ao valor do empréstimo concedido - os chamados saldos compensatórios. Essa prática era generalizada no sistema bancário, de modo que seu efeito tendia a ser o de preservar os espaços de mercado de cada instituição. Em outras palavras, parcela significativa dos depósitos criados pelo banco

como contrapartida dos empréstimos concedidos tendia a permanecer na própria instituição.<sup>7</sup>

Tabela 10

**Empréstimos**  
**Depósitos + Debêntures**

(em %)

Ano/Inst.	Todos os Bancos	City Banks
1955	89,0	91,0
1956	92,0	94,0
1957	100,0	107,0
1958	96,0	101,0
1959	93,0	98,0
1960	93,0	98,0
1961	96,0	103,0
1962	96,0	105,0
1963	96,0	102,0
1964	96,0	104,0
1965	93,0	99,0
1966	92,0	97,0
1967	93,0	99,0
1968	91,0	96,0
1969	91,0	97,0
1970	92,0	99,0
1971	90,0	93,0

Fonte: USUKI (1991:03)

De qualquer forma, do ponto de vista do monitoramento dos fluxos de crédito por parte das autoridades japonesas, a concentração da demanda de empréstimos junto aos *City Banks* e aos Bancos de Longo Prazo foi essencial. No que se refere aos Bancos de Longo Prazo, o controle foi exercido de forma direta, uma vez que essas instituições atuavam praticamente como braços financeiros do Ministério das Finanças, de tal forma que o monitoramento era automático, sendo inerente a sua estratégia de atuação.

<sup>7</sup> Como será objeto de análise mais adiante, essa prática teve efeitos importantes do ponto de vista das taxas de juros dos empréstimos concedidos às empresas. Por ora interessa explorar apenas o efeito pelo lado da captação das instituições.

No que diz respeito aos *City Banks*, como será explorado na seção que se segue, o elemento fundamental se refere ao fato de que sua posição de crônica deficiência de reservas bancárias, decorrente da intensidade da demanda de crédito, era “resolvida” não através de mecanismos de mercado, mas sim por meio da relação direta dos bancos com o Banco do Japão.

## 2.2 O Caráter Seletivo do Processo de Ajuste das Reservas Bancárias

Dois mecanismos foram utilizados com grande frequência pelo sistema bancário para obter recursos junto ao Banco do Japão durante o período do pós-guerra: empréstimos e operações de redesconto. Ambos permitiam aos bancos a obtenção de reservas bancárias em contrapartida à entrega de papéis selecionados de seus *portfolios*. No caso das operações de redesconto, o Banco do Japão concedia liquidez aos títulos das carteiras das instituições e, no caso dos empréstimos, os títulos constituíam a garantia da operação.

Os papéis aceitos nessas operações eram de dois tipos: *commercial bills* - títulos emitidos por empresas privadas, dados aos bancos como garantia de operações de empréstimos - e bônus, incluindo títulos do setor público, bônus das companhias de energia elétrica, debêntures bancárias e bônus de empresas de primeira linha (SUZUKI, 1986:309). Ambas as operações resultavam em expansão monetária, tendo como contrapartida o registro do aumento da posição credora da autoridade monetária. No caso das operações de redesconto, o Banco do Japão constituía um crédito contra uma empresa ou contra o setor público. No caso de operações de empréstimo, o crédito era contra o sistema bancário.

Como decorrência da situação de crônica deficiência de reservas bancárias dos *City Banks*, dentro do conjunto de instituições habilitadas a tomar recursos junto à autoridade monetária, esses bancos respondiam pela maior parte das operações. A **Tabela 11** mostra a distribuição dos recursos fornecidos através de operações de redesconto de *commercial bills* e operações de empréstimo junto ao sistema bancário. Apesar de não conter informações sobre as operações de redesconto de títulos públicos e outras

*securities*, a tabela fornece uma idéia da participação marginal das demais instituições em comparação aos *City Banks*.

Tabela 11

## Empréstimos e Descontos do Banco do Japão por Tipo de Instituição

(em %)

(em %)

Ano/Instituição	<i>City Banks</i>	Bancos Regionais	<i>Trust Banks</i>	Bancos de Longo Prazo	Outros*	Total (Y trilhões)
1960	87,0	1,3	1,0	1,6	9,2	5,0
1965	71,0	1,3	0,5	2,4	24,8	16,3
1966	78,5	1,4	0,5	2,5	17,1	17,4
1967	77,2	2,5	0,6	2,7	17,0	15,2
1968	87,2	2,4	0,5	2,3	7,6	15,6
1969	88,7	1,6	0,4	1,6	7,7	19,4
1970	90,2	1,8	0,6	2,1	5,3	23,5
1971	79,1	5,6	3,3	2,9	9,1	6,8
1972	89,8	4,3	1,8	1,5	2,6	21,2
1973	89,8	2,8	2,2	2,2	3,1	22,7

Observação: dados de estoque

Fonte: BANK OF JAPAN, Economic Statistics Annual (1992)

A garantia de liquidez para parte da carteira de ativos dos bancos, especialmente dos *City Banks*, implicava um concreto monitoramento da política dessas instituições. De acordo com ACKLEY & ISHI (1976:197), "os bancos que tomam empréstimos do Banco do Japão são sujeitos a uma intensa supervisão de seus negócios pela autoridade monetária, uma vez que tomar emprestado do Banco é um privilégio e não um direito, sujeito a um acompanhamento periódico não só da natureza de seus empréstimos mas também da frequência com que essa fonte é acessada".

De acordo com FRANKEL & MORGAN (1991:06), o acesso às reservas bancárias era condicionado a uma determinada política de crédito que envolvesse dar prioridade não apenas a setores específicos, mas até mesmo a determinadas empresas, particularmente aquelas ligados ao setor exportador.

Por sua vez, a autoridade monetária imprimia uma política de prioridades consoante com a estratégia de crescimento do governo. Segundo um relatório do governo

norte-americano, o Banco do Japão “não é um banco central independente, mas segue a política do Ministério das Finanças. Assim, a condição imposta para a provisão dos fundos extra que os bancos comerciais freqüentemente procuravam era que a política desses bancos estivesse de acordo com as prioridades do governo” (*apud* ZYSMAN, 1983:249).

Nesse contexto, os bancos tenderam a praticar uma política de crédito que privilegiou aqueles setores identificados como importantes do ponto de vista da estratégia de crescimento do país. Tal identificação ocorreu através de distintos mecanismos.

Em primeiro lugar, alguns títulos emitidos por empresas eram aceitos pela autoridade monetária e outros não, o que constituía importante sinalizador aos bancos quanto ao perfil de sua carteira de empréstimos. Se alguns papéis representavam uma via de acesso à liquidez, mantê-los em carteira significava estar de acordo com a política do Ministério das Finanças e, portanto, reduzir a possibilidade de uma situação de deficiência de reservas bancárias. Havia, assim, um estímulo para que os empréstimos concedidos pelos bancos e os *bônus* e *commercial bills* componentes de suas carteiras tendessem a se concentrar em passivos de empresas preferencialmente aceitos pela autoridade monetária.

Em segundo lugar, a própria política de crédito dos Bancos de Longo Prazo constituía um mecanismo de influência na estratégia dos *City Banks*, dada a percepção generalizada de que as empresas tomadoras de recursos junto a essas instituições eram bons clientes e, ao mesmo tempo, importantes dentro do *ranking* de prioridades do governo (ZYSMAN, 1983:243).

Em terceiro lugar, o Banco do Japão impunha taxas de juros diferenciadas para os empréstimos ou descontos concedidos, de acordo com o tipo de título dado como contrapartida do recebimento das reservas bancárias, dando-se preferência para papéis ligados à exportação, como se pode observar pela **Tabela 12**.

É preciso salientar que o fato de os *City Banks* atuarem em conformidade com a estratégia de crescimento ditada pelas autoridades parece ter se enquadrado fundamentalmente dentro de uma postura de manter boas relações com o Banco do Japão e o Ministério das Finanças. Como mostra a **Tabela 13**, o volume de dívidas junto ao Banco do Japão era expressivo em comparação ao total do passivo dos *City Banks*.

Porém, os bancos poderiam simplesmente garantir crédito aos setores “eleitos” pelo governo para a parcela de seu ativo financiada pela autoridade monetária e, ao mesmo tempo, atuar de forma mais livre no que se refere ao restante da carteira, eventualmente, até, assumindo posições de maior risco e retorno.

Tabela 12

## Taxas Oficiais de Redesconto e Taxa do Interbancário

(% a.a.)

Tipo/Ano	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970
<b>REDESCONTO</b>																
Export Advance Bills	5,84	5,84	5,84	5,48	5,11	4,38	4,38	4,02	4,02	4,02	4,02	4,02	4,02	4,02	4,25	5,00
Commercial Bills e Empréstimos garant. por Import Trade Bills	7,30	7,30	8,40	7,30	7,30	6,90	7,30	6,60	5,80	6,60	5,50	5,50	5,80	5,80	6,30	6,00
Empréstimos garantidos por papéis designados*	7,67	7,67	8,76	7,67	7,67	7,30	7,67	6,94	6,21	6,94	5,84	5,84	6,21	6,21	6,25	6,25
Empréstimos garantidos por outros títulos	8,03	8,03	9,13	8,03	8,03	7,67	8,03	7,30	6,57	7,30	6,21	6,21	6,57	6,67	6,75	6,50
<b>INTERBANCÁRIO</b>	n.d.	n.d.	11,80	9,70	8,40	8,40	11,40	10,30	7,50	10,00	7,00	5,80	6,40	7,90	7,70	8,30

Nota: \* inclui Bônus do Governo Central, Bônus de Governos Locais, Títulos Privados etc.

Observação: taxas de final de período

Fonte: BANK OF JAPAN, Economic Statistics Annual (1992)

Da mesma forma, o fato de o banco central fornecer reservas ao sistema a preços diferenciados contra a transferência de determinados ativos como garantia ou pagamento, em si, não assegura que este tratamento favorecido será reproduzido para os clientes que podem “dar origem” àqueles ativos.

Além disso, de acordo com TORRES (1983:113-116), a política de reservas bancárias do Banco do Japão teria se preocupado em fornecer volume equivalente de

recursos para cada banco, de forma a evitar que os conglomerados mais frágeis ficassem para trás no processo de concorrência.

Tabela 13

## Participação dos Empréstimos do Banco do Japão no Passivo Total

(em %)

Ano/Intituição	<i>City Banks</i>	Bancos Regionais	Bancos de Longo Prazo	<i>Trust Banks</i>
1955	0,9	0,0	0,1	0,0
1956	2,7	0,0	1,5	0,6
1957	10,2	0,1	1,8	1,3
1958	5,9	0,2	0,8	0,6
1959	4,5	0,2	0,7	0,3
1960	5,5	0,2	0,7	0,3
1961	12,3	0,2	1,0	0,1
1962	10,5	0,1	0,7	0,0
1963	7,5	0,2	0,5	0,0
1964	5,6	0,2	1,1	0,1
1965	6,0	0,3	0,9	0,1
1966	6,6	0,3	0,9	0,1
1967	5,1	0,3	0,7	0,1
1968	5,1	0,3	0,7	0,1
1969	5,4	0,2	0,6	0,1
1970	5,8	0,3	0,7	0,1
1971	1,2	0,2	0,2	0,2
1972	3,5	0,4	0,3	0,2
1973	3,1	0,2	0,2	0,4

Observação: Dados de estoque

Fonte: BANK OF JAPAN, Economic Statistics Annual *apud* SUZUKI (1980: 12)

Assim, parece mais correto afirmar que a política de crédito seletivo ocorreu pela constituição de uma relação entre os *City Banks* e o Banco do Japão, a qual se manifestou pelas operações de fornecimento de reservas bancárias mas não se esgotou em operações de “empréstimo seletivo” ou operações de “redesconto seletivo”, mesmo porque, se o sucesso da política se restringisse à parcela financiada pela autoridade monetária, seu efeito seria marginal tendo como referência o conjunto do sistema.

Além disso, é razoável supor que tenha prevalecido uma determinada noção de que a solvência das corporações dos segmentos privilegiados pela política do governo

estava implicitamente assegurada pelo seu papel-chave dentro da estratégia de expansão industrial. Assim, fornecer crédito às corporações pertencentes a esses setores constituía uma prática que poderia garantir a própria solidez dos bancos ao longo do tempo, o que não é um aspecto desprezível levando-se em conta o ritmo de crescimento dos empréstimos concedidos pelas instituições durante o período (ZYSMAN, 1983:249; WALLICH & WALLICH, 1976:266).

Cabe ressaltar ainda que a variação do saldo de empréstimos e descontos do Banco do Japão constituiu não um expediente circunstancial destinado a fornecer liquidez aos bancos que eventualmente houvessem ultrapassado seu volume corrente de empréstimos face as suas reservas bancárias, mas a via preferencial de alteração da disponibilidade de moeda no sistema econômico, como pode ser observado pela Tabela 14.

Tabela 14

Contas do Banco do Japão: participação no ativo total

(%)

Tipo/Ano	1960	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
<b>1. Empréstimos e Redescontos</b>	<b>48,1</b>	<b>63,0</b>	<b>75,2</b>	<b>75,6</b>	<b>74,9</b>	<b>72,4</b>	<b>69,8</b>	<b>23,1</b>	<b>28,2</b>	<b>24,1</b>
<b>1.1 Redescontos</b>	<b>18,5</b>	<b>17,5</b>	<b>31,0</b>	<b>46,4</b>	<b>48,7</b>	<b>43,9</b>	<b>39,5</b>	<b>14,8</b>	<b>6,6</b>	<b>7,2</b>
<i>Commercial Bills</i>	27,9	35,1	24,5	19,1	14,9	15,0	16,1	3,5	29,0	18,8
Títulos Públicos	72,1	36,5	19,6	34,5	43,9	52,6	66,5	94,8	58,4	79,0
Outros Títulos	0,0	28,4	55,9	46,4	41,2	32,5	17,4	1,8	12,6	2,1
<b>1.2 Empréstimos</b>	<b>29,7</b>	<b>45,5</b>	<b>44,2</b>	<b>29,2</b>	<b>26,2</b>	<b>28,4</b>	<b>30,2</b>	<b>8,3</b>	<b>21,5</b>	<b>16,8</b>
<b>2. Operações c/ o Tesouro*</b>	<b>26,3</b>	<b>23,1</b>	<b>12,9</b>	<b>12,7</b>	<b>9,3</b>	<b>9,8</b>	<b>10,8</b>	<b>6,0</b>	<b>7,4</b>	<b>12,3</b>
<b>3. Ativos Estrangeiros</b>	<b>21,5</b>	<b>11,8</b>	<b>9,7</b>	<b>9,1</b>	<b>13,7</b>	<b>15,4</b>	<b>17,5</b>	<b>62,2</b>	<b>55,0</b>	<b>29,9</b>
<b>4. Outras Operações</b>	<b>4,0</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>	<b>2,6</b>	<b>2,0</b>	<b>2,4</b>	<b>2,0</b>	<b>8,8</b>	<b>9,4</b>	<b>33,7</b>
<b>5. Total</b>	<b>100,0</b>									
<b>Ativo Total (Y trilhões)</b>	<b>1,4</b>	<b>3,1</b>	<b>3,4</b>	<b>4,0</b>	<b>4,7</b>	<b>5,5</b>	<b>6,4</b>	<b>7,7</b>	<b>9,0</b>	<b>12,5</b>

Observação: dados de estoque (os percentuais se referem ao Ativo Total, exceto para "Commercial Bills", "Títulos Públicos" e "Outros Títulos", cujo percentual tem como referência o total de operações de redesconto).

Nota: \* considerou-se "Operações com o Tesouro" o estoque de *Financing Bills*

Fonte: BANK OF JAPAN, Economic Statistics Annual (1992)

Ademais, como reflexo do padrão de investimento privado japonês ao longo do período, baseado fundamentalmente no gasto privado, a posição credora do Banco do Japão relacionada às operações de empréstimo e redesconto correspondia, em sua maior parte, a passivos do setor privado (SUZUKI, 1980:32).

Dado que a autoridade monetária não dispunha de instrumentos efetivos para a realização de operações de *open market*, na ausência de superávits nas contas externas, a existência de um saldo de créditos do Banco do Japão contra o setor privado constituía, nas palavras de WALLICH & WALLICH (1976:286), “a consequência inevitável da manutenção do crescimento desejado da oferta monetária”, ou seja, compatível com a taxa de crescimento desejada do produto real e avaliada como viável para o sistema econômico pelas autoridades.

Em outros termos, dada a institucionalidade financeira vigente no Japão do pós-guerra, o crescente endividamento do setor privado junto à autoridade monetária intermediado pelo sistema bancário representava, na prática, uma condição “natural”, já que este era o principal canal de suprimento das reservas bancárias necessárias à sustentação do acelerado ritmo de expansão do crédito e dos depósitos requerido para o crescimento econômico do período.

Contudo, entende-se aqui que o processo de contínua monetização da dívida privada pelo Banco do Japão não pode ser visto simplesmente como um desdobramento do arranjo institucional japonês, marcado pelo baixo desenvolvimento do mercado de títulos e pelo reduzido volume de dívida pública - elementos em princípio impeditivos da atuação da autoridade monetária através da realização de operações de mercado aberto. A postura do Banco do Japão deve ser vista, antes de tudo, como uma opção do governo de resistir deliberadamente à criação de um mercado aberto, uma vez que isso enfraqueceria o monitoramento da política de crédito dos bancos que a autoridade monetária exercia como contrapartida ao fornecimento de liquidez.

Resumindo, a política de crédito seletivo empreendida pelo governo japonês durante o pós-guerra esteve assentada no fato de que os agentes que figuraram como os

“condutores” preferenciais desta política, os *City Banks*, detinham, ao mesmo tempo, a prerrogativa de alavancar crédito ao sistema econômico sob a anuência do banco central. Em outras palavras, os *City Banks*, enquanto agentes do sistema monetário, detinham a capacidade de criar poder de compra adicional, o qual, num segundo momento, era sancionado pela autoridade monetária na forma de fornecimento das reservas bancárias necessárias ao equilíbrio entre o ativo e o passivo das instituições financeiras. Nesse processo, o adiantamento de poder de compra promovido pelos bancos tendia a privilegiar determinados setores da economia em detrimento de outros, de acordo com certos elementos sinalizadores das prioridades do governo.

### **2.3 O Controle do Custo do Passivo Bancário**

Até aqui, enfatizou-se os vários mecanismos existentes no sistema de financiamento das empresas japonesas voltados para tornar disponível o volume de crédito necessário aos projetos de investimento identificados com a estratégia de crescimento do período.

Porém, outro aspecto central do sistema de financiamento das grandes empresas diz respeito à preocupação de impedir ao máximo a competição via preço no mercado de recursos financeiros. Essa preocupação teve como objetivo não apenas preservar a solidez financeira do sistema bancário, mas também garantir o próprio sucesso da política seletiva de crédito, como será visto a seguir.

O não surgimento da competição via preço foi garantido através de dois mecanismos. O primeiro se refere aos limites impostos às taxas de juros dos instrumentos de captação emitidos pelos bancos. O segundo se relaciona ao uso do controle da quantidade de empréstimos concedidos pelo sistema bancário, a chamada *Window Guidance*.

#### **2.3.1 Os Limites de Taxas de Juros**

Através da Lei de Ajuste Temporário das Taxas de Juros, e mediante a supervisão do Ministério das Finanças, o Banco do Japão estabelecia as taxas de juros máximas para

o conjunto dos instrumentos de captação do sistema bancário. Também tinham suas taxas de juros fixadas pelo Banco do Japão sob esta lei as operações de empréstimos com prazos inferiores a um ano e valor superior a 1 milhão de ienes (cerca de US\$ 2.700,00, em valores da época).

Outros instrumentos e operações financeiras tinham suas taxas de juros controladas não por via legal, mas através do exercício de influência por parte do Ministério das Finanças. Além dos já mencionados títulos emitidos no mercado de bônus, esse era o caso do restante das operações de crédito dos bancos, as quais tinham suas taxas de juros determinadas por acordos entre as instituições em que o governo acabava tendo forte participação. Assim, permaneciam fora do espectro de operações sujeitas a tetos apenas as transações interbancárias (HORIUCHI, 1984:359; TORRES, 1991:267).

Os limites de juros eram fixados sempre em relação às taxas cobradas nas operações de redesconto do Banco do Japão. A autoridade monetária revia periodicamente os tetos, mas a estrutura a termo, isto é, a relação entre as taxas de juros de cada tipo de instrumento, tendeu a permanecer constante. Assim, as taxas oficiais de redesconto constituíam a referência central do sistema, sendo as demais taxas fixadas em função das características de montante mínimo e prazo do instrumento.

Cabe ressaltar que esse esquema de determinação dos juros apenas pôde se manter ao longo do tempo porque a economia japonesa permaneceu completamente isolada do sistema financeiro internacional durante o período, através do rígido controle exercido sobre os movimentos cambiais. Com relação aos fluxos de capitais, as empresas japonesas eram em princípio proibidas de captar recursos no exterior e era vedado o investimento estrangeiro em *securities* japonesas (incluindo títulos de dívida e ações). Da mesma forma, as saídas de capitais, seja através de empréstimos bancários, seja via aquisição de títulos estrangeiros por agentes japoneses, eram em princípio proibidas. No que se refere às transações comerciais, o governo exercia controle sobre o produto das transações correntes, o que envolvia a obrigatoriedade da venda das cambiais obtidas com exportações ao Banco do Japão a uma taxa de câmbio pré determinada (WADDINGTON, 1992:12,13; YOSHITOMI, 1985:03,15). Por sua vez, a obtenção das divisas para importações era condicionada à aprovação das autoridades, o que não apenas facilitava o

controle monetário, mas constituía importante mecanismo de política industrial sob as diretrizes do Ministério da Indústria e Comércio (TORRES, 1983:77).

Nesse contexto de ausência de qualquer mecanismo de arbitragem, foi possível manter os limites para os juros e, por essa via, garantir ao Banco do Japão condições de atuação suficientemente flexíveis para que a política de reservas bancárias pudesse ser de fato uma política discricionária, voltada para prioridades específicas associadas à política industrial do país.

Numa situação em que as taxas de juros são formadas livremente pelo mercado, o banco central fornece recursos ao sistema a um certo preço, visando influenciar a "taxa de juros de mercado". Sendo a autoridade monetária o único agente que detém o poder de criar reservas bancárias, é esta instituição que, no limite, determina o preço de obtenção de recursos. Contudo, ao procurar atuar sobre a taxa de juros, o banco central injeta reservas no sistema de forma indistinta, isto é, num sistema de mercado, "leiloando" os recursos e exercendo influência sobre o *preço* das transações do mercado.

No Japão do pós-guerra, fortes estímulos ao investimento resultavam numa demanda de crédito elevada e crescente. Nesse contexto, um elemento essencial da estratégia de concorrência dos bancos seria manter ou mesmo elevar sua participação num mercado em expansão.

Em princípio, portanto, na ausência de limites de taxas de juros, os bancos poderiam procurar elevar a remuneração de seus instrumentos de captação como estratégia individual de concorrência, visando obter o máximo de depósitos para poder garantir seu espaço no mercado de crédito.<sup>8</sup>

Convém mencionar que, do ponto de vista do conjunto do sistema, não é o volume de depósitos que determina o volume de empréstimos, mas sim o oposto. Empréstimos criam depósitos no mesmo montante, excluindo-se as reservas bancárias que devem ser

---

<sup>8</sup> Naturalmente, a exemplo de outros mercados, a competição no mercado de depósitos não se dá apenas via preço, podendo ocorrer através dos vários atributos dos serviços oferecidos aos clientes. A própria preocupação das autoridades japonesas em limitar a concorrência no sistema financeiro não se restringia aos tetos de juros pagos aos clientes, incluindo um intenso controle do governo quanto à ampliação da rede de agências e proibições explícitas com relação à concessão de vantagens aos correntistas (SHIMAMURA, 1989:50; TERANISHI, 1990:332). No entanto, a taxa de juros é sem dúvida a variável mais relevante no processo de concorrência pela captação de depósitos.

recolhidas ao banco central ou que são mantidas pelos bancos como margem de segurança. Contudo, quando se considera cada instituição individualmente, um banco não tem como evitar uma certa perda dos depósitos que cria quando fornece crédito, já que os pagamentos efetuados pelo tomador acabam sendo depositados em outros bancos. Dito de outra forma, em princípio, um banco não tem condições de transformar a totalidade dos empréstimos que fornece em captação própria, ao contrário do que ocorre com o conjunto do sistema bancário (desde que a economia seja fechada, isto é, desde que haja controles sobre os fluxos de capitais).

Assim, caso os bancos japoneses tivessem liberdade para alterar as taxas dos instrumentos de captação, a política de fornecimento de reservas bancárias praticada pelo Banco do Japão teria que procurar exercer influência sobre a formação da taxa de juros no processo de concorrência entre as instituições.

Na realidade, entretanto, a existência de limites de taxas de juros fez com que o custo da maior parte do passivo das instituições financeiras fosse determinado por mecanismos que não os de mercado, permitindo que a política de fornecimento de reservas praticada pelo banco central tivesse um caráter discricionário, pautando-se por outros objetivos que não a influência sobre o custo de obtenção de recursos.

De fato, apenas a parcela do passivo dos bancos correspondente ao endividamento interbancário tinha seu custo determinado livremente pelos movimentos de mercado. Contudo, a taxa de juros fixada pelo Banco do Japão para suas operações de empréstimo e redesconto era em geral inferior às taxas de juros prevalecentes no mercado interbancário. Isso induzia os bancos demandantes de recursos a tomarem emprestado junto à autoridade monetária em detrimento da realização de operações interbancárias. Na prática, esse mecanismo acabava constituindo, ainda que indiretamente, a principal via de determinação das taxas no mercado interbancário. A tendência geral era de que os *City Banks* se apresentassem como demandantes de recursos nesse mercado. Mas uma vez que esses bancos podiam acessar facilmente uma via alternativa de obtenção de recursos junto ao Banco do Japão, a pressão de demanda do interbancário acabava se deslocando e reduzindo o preço dos recursos, uma vez que as operações de empréstimo e redesconto

junto à autoridade monetária não tinham, absolutamente, um caráter punitivo, constituindo um expediente freqüentemente utilizado pelas instituições mais importantes do sistema.

Isso não significa afirmar que os *City Banks* não tomavam recursos no interbancário. Como mostra a **Tabela 15**, essas instituições se mantiveram sempre na posição de devedores nesse mercado.

**Tabela 15**

**Posições Líquidas no Mercado Interbancário**

(Y bilhões)

Ano/Instituição	<i>City Banks</i>	Bancos Regionais
1950	-2,4	0,1
1955	-65,7	36,6
1960	-236,1	113,1
1965	-925,2	245,4
1966	-802,6	214,5
1967	-1.100,6	329,2
1968	-716,0	350,3
1969	-1.478,1	395,1
1970	-2.031,4	552,6
1971	-1.832,2	441,0
1972	-2.709,8	204,1
1973	-5.254,7	355,9

Observação: dados de estoque (valores negativos indicam posições devedoras líquidas)

Fonte: BANK OF JAPAN, Economic Statistics Annual (1992)

O que se deseja ressaltar é que o comportamento dos agentes no interbancário era totalmente condicionado pela atuação da autoridade monetária em suas operações de empréstimo e redesconto, as quais se desenvolviam num espaço separado, praticamente restrito aos *City Banks*.

Além do seu papel dentro da política de crédito realizada pelas autoridades japonesas, o mecanismo de tetos de taxas de juros foi importante no sentido de contribuir para manter a estabilidade do sistema financeiro japonês. Isso porque um provável desdobramento de um processo de competição muito acirrada no mercado de crédito seria a adoção de posturas arriscadas por parte das instituições, provavelmente aceitando

reduzir *spreads* para abarcar parcelas adicionais do mercado. Nessas circunstâncias, o sistema operaria com um grau de risco mais elevado. Assim, parece correto supor que, ao garantirem um nível mínimo de *spread* aos bancos, os limites de juros acabaram contribuindo para manter a solidez do sistema bancário num contexto de expansão pronunciada do crédito. Ademais, é possível que as instituições de menor porte encontrassem dificuldades de sobrevivência num ambiente de taxas de juros livres, dado o menor fôlego para participar de um processo competitivo junto aos grandes bancos em que prevalecessem condições mais próximas às de mercado. Nesse sentido, os tetos de juros também podem ter contribuído para facilitar a manutenção da estrutura segmentada do sistema financeiro.

### 2.3.2 A *Window Guidance*

Como explorado nas seções anteriores, o tipo de atuação do Banco do Japão procurava garantir que as operações de empréstimo e redesconto não tivessem como contrapartida uma elevação da carga de juros incidente sobre o passivo dos *City Banks*. Ao contrário, a autoridade monetária assegurava aos bancos o fornecimento de recursos a taxas de juros favorecidas *vis-à-vis* as condições prevalentes no interbancário, o que tendia a puxar para baixo o custo dos recursos neste mercado.

No entanto, o sucesso em garantir recursos a custos baixos requeria que a autoridade monetária adotasse uma postura permanentemente acomodatória com relação à demanda de reservas bancárias. Em outras palavras, se o objetivo do Banco do Japão era impedir o aumento do custo de financiamento do passivo dos bancos, era necessário sancionar a totalidade da demanda de crédito do sistema.

Havia, contudo, limites à ação acomodatória do Banco do Japão. Esses limites poderiam emergir caso a demanda de reservas bancárias junto à autoridade monetária correspondesse a um desejo de gasto do sistema econômico superior à possibilidade de crescimento do produto real. Essa situação, verificável apenas *ex-post*, não era pouco provável num país em processo de reconstrução e crescimento acelerado.

O mesmo raciocínio poderia ser estendido ao impacto sobre a capacidade para importar, já que, no contexto de acelerada expansão da capacidade produtiva do sistema econômico japonês, a tendência era de que houvesse uma pressão permanente sobre as importações. Além disso, a necessidade de manter fixa a paridade do iene com as demais moedas - dada pelas normas que passaram a reger o sistema monetário internacional a partir de *Bretton Woods* - praticamente inviabilizava o uso da taxa de câmbio como forma de equilibrar o balanço de pagamentos. Ocorre que, como visto, o monopólio cambial da autoridade monetária era absoluto, não havendo nada que se assemelhasse a um *mercado* de câmbio. As saídas de capital eram em princípio vedadas e a obtenção de reservas para importações tinha que contar com a aprovação das autoridades. Portanto, a demanda de crédito para aquisição de cambiais não constituía um movimento autônomo do mercado, mas algo completamente dependente das diretrizes do governo. Assim, a atitude da autoridade monetária de sancionar a totalidade da demanda de reservas bancárias não tenderia a gerar um agravamento do estado da conta corrente porque os potenciais demandantes de divisas (agentes importadores e eventuais investidores que tivessem seus pleitos aprovados) tinham seus movimentos controlados pelo governo.

O mesmo não ocorria com a capacidade do parque produtivo doméstico de servir à demanda. Com um ritmo de crescimento que se manteve em torno de 10% ao ano durante um período extenso, não era improvável que a capacidade instalada doméstica apresentasse estrangulamentos e que se atingisse níveis de produção próximos aos de pleno emprego em alguns setores. Assim, diante de uma demanda de reservas bancárias avaliada pelas autoridades como excessiva face à capacidade produtiva da economia, o Banco do Japão tenderia a restringir a taxa de crescimento do crédito, procurando desaquecer o sistema econômico.

Contudo, o emprego dos meios em princípio disponíveis para atingir esse objetivo resultaria, *ceteris paribus*, na elevação da taxa de juros do interbancário. Seja através do aumento da proporção de retenção obrigatória de reservas bancárias (compulsório), seja via elevação da taxa de redesconto, a autoridade monetária estaria patrocinando um ajuste via preço, o que resultaria num aumento do custo de obtenção de reservas bancárias.

Portanto, a necessidade de restringir o ritmo de expansão do crédito e simultaneamente manter uma taxa de juros baixa para o financiamento do passivo bancário demandava o uso de um mecanismo adicional de ajuste entre oferta e demanda de reservas bancárias. Nesse sentido, recorrentemente o Banco do Japão fazia uso da chamada *Window Guidance*, correspondente à fixação de tetos quantitativos sobre os acréscimos no estoque de empréstimos concedidos pelos bancos. Esses tetos eram estabelecidos periodicamente, procurando-se respeitar a participação relativa de cada instituição financeira no mercado (ACKLEY & ISHI, 1976:202,203).

Em geral, a *Window Guidance* era aplicada aos *City Banks*, mas em alguns momentos foi estendida às demais instituições financeiras, incluindo Bancos de Longo Prazo, *trust banks* e bancos regionais, entre outras. Além disso, os limites eram geralmente fixados com relação aos empréstimos das instituições, mas podiam envolver outros itens do ativo, como investimentos em *securities* e empréstimos concedidos a *trading-companies* (SUZUKI, 1986:325,326). Segundo CARGILL & ROYAMA (1988:79), a efetividade da *Window Guidance* esteve assentada no fato de que eventuais movimentos das empresas no sentido de alterarem seu espectro de instituições emprestadoras não tendiam a ocorrer em função dos elevados custos embutidos na constituição de novas ligações com outros bancos.

A escolha de um mecanismo tão direto de política monetária era não apenas perfeitamente consoante com a estratégia do governo japonês de prover recursos a custos baixos para segmentos específicos da economia, mas também fundamental para a garantia de seu sucesso. Face a uma situação de aumento da demanda de crédito percebida pelo governo como excessiva, a operação simultânea da *Window Guidance* e dos mecanismos de obtenção de recursos junto ao Banco do Japão pelo sistema bancário (redesconto e empréstimos) garantiu que os setores que se desejava privilegiar não fossem submetidos à concorrência com outros segmentos da economia, impedindo que sofressem restrições em suas necessidades de financiamento (TORRES, 1991:272,273).

De acordo com ACKLEY & ISHI (1976:205): “Ao invés de permitir que as forças impessoais do mercado decidam quais bancos deverão crescer mais rápido ou mais lentamente, quais clientes dos bancos serão atendidos [em sua demanda de crédito] ou

não, tudo é decidido (ao menos durante os períodos de aperto das condições monetárias) através de várias formas de racionamento. Não há dúvida de que o sistema funciona no sentido de controlar o investimento agregado - e bastante eficientemente. E mesmo que haja claros custos econômicos em termos de eficiência quando decisões arbitrárias e personalizadas substituem o direcionamento impessoal de um mercado competitivo, é antes de tudo uma questão de fé por parte dos economistas liberais, e não um fato demonstrado, que este custo é elevado. E qualquer que seja a extensão em que esse racionamento proveja financiamento preferencial para indústrias favorecidas, ele serve de fato como um instrumento de política microeconômica”.

Em suma, os limites quantitativos à expansão dos empréstimos bancários fixados pelas autoridades equivaliam à imposição de um corte seletivo na demanda de reservas bancárias que garantia a efetividade da política de crédito e a estabilidade do custo do passivo dos bancos.

É interessante notar, contudo, que, a despeito de todos os expedientes utilizados para que não fosse necessário fazer uso da elevação do custo das reservas bancárias como instrumento de contenção do ritmo de crescimento, o patamar das taxas de juros do passivo dos bancos japoneses se manteve bastante elevado para os padrões internacionais ao longo do segundo pós-guerra. Como se pode observar pela **Tabela 16**, os juros no Japão eram mais altos que em outros países, tanto em termos nominais como reais.

Dado que o grau de controle do governo sobre as taxas era bastante significativo, torna-se necessário investigar as razões que levaram as autoridades japonesas a imporem um patamar de juros elevado *vis-à-vis* ao de outros países.

Seguramente, a atitude do governo de manter um diferencial elevado para as taxa de juros domésticas não decorreu de uma política de atrair capital estrangeiro. Ao contrário, o Japão optou deliberadamente por uma via oposta ao uso do financiamento externo, caminho que, pelo menos até o início dos anos 50, recebeu importante apoio dos Estados Unidos na forma de aportes de recursos a fundo perdido e como pagamento das compras militares decorrentes da Guerra da Coreia (TORRES, 1983:138).

Tabela 16

## Taxas de Juros Nominais e Deflatores

(% a. a.)

	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970
<b>Japão</b>																
depósitos*	5,5	5,5	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
redescoto	7,3	7,3	8,4	7,3	7,3	6,9	7,3	6,6	5,8	6,6	5,5	5,5	5,8	5,8	6,3	6,0
interbanc.	n.d.	n.d.	11,8	9,7	8,4	8,4	11,4	10,3	7,5	10,0	7,0	5,8	6,4	7,9	7,7	8,3
inflação	-1,8	4,3	2,9	-6,5	0,9	1,0	1,0	-1,6	1,6	0,3	0,7	2,4	1,7	1,0	1,9	3,7
<b>EUA</b>																
redescoto	2,5	3,0	3,0	2,5	4,0	3,0	3,0	3,0	3,5	4,0	4,5	4,5	4,5	5,5	6,0	5,5
fed funds	1,8	2,7	3,1	1,6	3,3	3,2	2,0	2,7	3,2	3,5	4,1	5,1	4,2	5,7	8,2	7,2
inflação	0,1	3,3	2,6	1,5	0,1	0,1	-0,4	0,1	-0,4	0,1	3,8	2,3	1,3	2,5	3,3	3,7
<b>Alemanha</b>																
redescoto	3,5	5,0	4,0	3,0	4,0	4,0	3,0	3,0	3,0	3,0	4,0	5,0	3,0	3,0	6,0	6,0
interbanc.	3,1	4,7	1,0	3,1	2,7	4,6	2,9	2,7	3,0	3,3	4,1	5,3	3,4	2,6	4,8	8,7
inflação	1,7	1,4	1,7	-0,4	-0,8	1,0	1,5	0,9	0,4	1,2	2,3	1,8	-1,0	-0,8	1,7	4,9

Observação (1) taxas de juros de final de período

(2) taxas de inflação correspondem à variação dos respectivos Índices de Preços no Atacado

Nota: \* depósitos a prazo de 6 meses

Fonte: FMI, International Financial Statistics e Bank of Japan, Economic Statistics Annual

Assim, parece razoável supor que a política de taxas de juros embutiu uma preocupação das autoridades japonesas com o ritmo de crescimento da demanda agregada e suas conseqüências sobre o comportamento do nível de preços da economia.

Caso o governo fixasse uma taxa de juros mais baixa para a captação bancária, procurando assim garantir um custo relativamente menor ao financiamento do passivo bancário, é provável que o sistema demandasse mais crédito, dado o confronto entre o custo do financiamento e a rentabilidade esperada dos investimentos. Nesse contexto, a taxa de juros mais baixa poderia se revelar, *ex post*, excessivamente baixa do ponto de vista da estabilidade dos preços, dado que setores importantes da economia poderiam atingir muito rapidamente a plena capacidade de utilização, gerando pressões inflacionárias.

De fato, o governo poderia fixar uma taxa de juros mais baixa e, ao mesmo tempo, sinalizar aos bancos que não haveria expansão do crédito a partir de certo limite, através por exemplo do uso da *window guidance*. Mas isso implicaria impor à economia um racionamento de crédito mais intenso, significando que a seletividade do crédito teria que ser ainda mais restritiva do que efetivamente foi. O número de tomadores junto aos bancos seria muito maior, intensificando a pressão do sistema bancário pela obtenção de recursos junto ao Banco do Japão. É provável inclusive que a demanda de crédito junto à autoridade monetária não ficasse restrita aos *City Banks*, atingindo também os bancos de atuação regional. Nesse contexto, a imposição das prioridades do governo às instituições financeiras poderia se tornar impossível de ser operacionalizada.

Nesse sentido, parece que a taxa de juros, ainda que inferior à que tenderia a emergir caso não fosse mantida fixa pelas autoridades, acabou funcionando no sentido de garantir, como regra geral, que apenas investimentos cuja rentabilidade esperada estivesse acima de certo patamar seriam financiados. Em princípio, isto poderia gerar a chamada “seleção adversa”, com os bancos tendendo a privilegiar os setores de mais alto risco (e retorno), o que poderia prejudicar a própria estratégia de crescimento. Contudo, como desenvolvido anteriormente, na análise do risco da operação de crédito, os bancos tendiam a ser fortemente influenciados pela avaliação das próprias autoridades em relação à viabilidade do projeto de investimento e à qualidade da empresa. Além disso, não se pode deixar de levar em conta a importância das instituições financeiras públicas e dos Bancos de Longo Prazo dentro da estratégia de assegurar condições privilegiadas de acesso ao financiamento para alguns segmentos, mediante critérios outros que não os “de mercado”.

Por fim, cabe assinalar que dois elementos adicionais operaram no sentido de manter a estabilidade de preços ao longo do tempo: a coordenação do investimento privado, através de um intenso planejamento da expansão econômica, e o uso de contingenciamento do crédito. E é bastante provável que, com relação a essa questão, tenham desempenhado papel bem mais importante que a política de juros. Ainda assim, a opção das autoridades japonesas pela manutenção do diferencial positivo de taxas de juros durante o pós-guerra não pode ser ignorada como instrumento de contenção da demanda

agregada, uma vez que a expansão se baseou fundamentalmente nos gastos do setor empresas em fábricas e equipamentos financiados por elevados níveis de endividamento.

#### **2.4 A Política de Taxas de Juros e o Custo dos Empréstimos Bancários**

Como visto, a existência de limites às taxas de juros dos depósitos bancários e a operacionalização simultânea de uma série de mecanismos conduzidos pelo Banco do Japão sob a supervisão do Ministério das Finanças lograram garantir condições especiais de operação às instituições financeiras mais diretamente comprometidas com a estratégia de crescimento industrial.

Esse sistema, entretanto, se limitava a assegurar o alcance dos objetivos das autoridades japonesas pelo lado do passivo das instituições financeiras. Assim, resta investigar em que medida a política de controle dos juros da captação dos bancos japoneses beneficiou as empresas tomadoras de recursos no que diz respeito ao seu custo de financiamento.

Como mencionado, a Lei de Ajuste Temporário das Taxas de Juros apenas limitava as taxas dos empréstimos com valor superior a 1 milhão de ienes e prazo inferior a um ano, mas os juros cobrados sobre as demais operações de crédito eram decididos mediante acordos em que o governo tinha grande influência (TORRES, 1991:267).

Os bancos, entretanto, exigiam dos tomadores a manutenção de uma certa proporção do volume de empréstimos sob a forma de depósitos a título de reciprocidade pelo crédito concedido, os chamados saldos compensatórios. Em função desta prática, alguns autores afirmam que a política de fixação das taxas de juros do passivo das instituições financeiras teria favorecido essencialmente o sistema financeiro, na medida em que as taxas ativas cobradas pelos bancos teriam sido superiores aos limites estabelecidos pelo governo (SUZUKI, 1980; HORIUCHI, 1984:360; TERANISHI, 1991a:8,9,12).

Para esses autores, as exigências de reciprocidade por parte dos bancos seriam uma reação ao limite de taxa de juros imposto pelas autoridades. O mercado teria, assim, logrado impor uma taxa de juros de *clearing*, a despeito dos esforços intervencionistas do governo. Nessa argumentação, portanto, na prática, a política de estabelecimento de

limites para os juros da captação teria apenas criado condições de manutenção de um elevado *spread* bancário, sendo pouco efetiva no sentido de transferir os baixos custos do passivo dos bancos aos tomadores e, nesse sentido, contraditória com os propósitos do próprio governo japonês de garantir condições especiais de financiamento ao crescimento industrial.

De fato, não há como negar que a exigência dos saldos compensatórios resultava numa taxa efetiva de juros superior àquela estabelecida através da Lei de Ajuste Temporário ou, ainda, às taxas fixadas nos acordos realizados entre os bancos sob a supervisão do governo. E é muito provável que isso tenha sido reflexo do maior poder de barganha do sistema financeiro, dado que as empresas dependiam fortemente dos empréstimos bancários para sua sobrevivência e expansão.

Entretanto, a tarefa de verificar em que medida os juros cobrados pelos bancos superaram as "taxas oficiais" é, no mínimo, complexa. As informações a respeito da proporção do empréstimo retido no banco variam consideravelmente de autor para autor. Segundo TORRES (1991:267), os saldos médios exigidos pelos bancos variavam de 11% nos *City Banks* até 40% nos bancos menores. Já SUZUKI (1980:29) afirma que a exigência era de 25% sobre o valor do empréstimo. Dados um pouco mais precisos apresentados por dois autores foram reproduzidos nas **Tabelas 17 e 18**.

A partir das informações contidas nessas tabelas, é possível concluir com relativa margem de segurança que o ônus das exigências de saldos compensatórios foram em grande medida suportados pelas pequenas e médias empresas. Isso se depreende tanto a partir da **Tabela 17**, que mostra que as instituições que concentravam a demanda de crédito dos clientes de maior porte, os *City Banks*, exigiam depósitos em menor proporção em comparação às demais, como da **Tabela 18**, pela qual se observa que a proporção de retenção de depósitos das pequenas e médias empresas era bastante superior à das grandes corporações, seja no caso dos *City Banks*, seja no caso dos bancos regionais.

Contudo, há fortes indícios de que pelo menos parte dos depósitos mantidos obrigatoriamente nos bancos tinha remuneração. Apesar de ser de extrema importância para o exame da questão, essa informação não mereceu exame detalhado por parte de

nenhum autor pesquisado. SUZUKI (1980:50, nota 07) se limita a afirmar que, para o cálculo das taxas efetivas de juros, “a taxa de juros paga na porção não utilizada [dos empréstimos] (...) *podia* ser deduzida”. A existência de remuneração sobre os saldos compensatórios também é sugerida por KAWAGUCHI (1967:310) e FRANKEL & MORGAN (1991:11). Além disso, de acordo com SUZUKI (1980:51), os recursos mantidos sob essa forma podiam ser sacados caso a empresa enfrentasse problemas de liquidez, o que implica que a proporção do empréstimo retida como depósito podia variar.

Tabela 17

## SalDOS Compensatórios (1)

(em %)

Ano/Instituição	City Banks	Bancos Regionais	Sogo Banks	Shinkin Banks
1964	11,1	21,6	40,6	41,9
1965	8,9	18,4	34,4	37,5
1966	8,2	13,6	25,5	30,7
1967	6,5	9,9	20,9	27,1
1968	5,8	9,0	19,6	25,3
1969	5,1	8,4	19,0	25,2
1970	4,1	7,5	16,5	23,4
1971	3,5	6,4	13,0	21,9
1972	3,1	5,4	8,1	17,7
1973	2,4	4,5	6,3	14,1

Observação: proporção do empréstimo mantida obrigatoriamente no banco sob a forma de depósito

Fonte: Horiuchi (1984:361)

Tabela 18

## SalDOS Compensatórios (1)

(em %)

Ano/Instituição	City Banks		Bancos Regionais		Sogo Banks*	Shinkin Banks**
	Pequenas/ Médias	Grandes Empresas	Pequenas/ Médias	Grandes Empresas		
1964	30,5	6,2	31,7	14,1	42,3	43,2
1965	23,4	4,4	24,5	8,0	36,1	38,8
1966	22,0	4,2	21,6	6,4	27,1	31,9

Nota: \* Bancos Mútuos de Poupança e Empréstimo

\*\* Associações de Crédito

Observação: proporção do empréstimo mantida obrigatoriamente no banco sobre a forma de depósito

Fonte: Kawaguchi (1967:312)

A **Tabela 19** apresenta uma estimativa em princípio adequada, elaborada a partir das informações dos saldos de empréstimos e depósitos das empresas. Por esse método, a taxa efetiva de juros é obtida a partir da carga líquida de juros pagos pelas corporações em relação ao seu endividamento líquido.

**Tabela 19**

**Estimativa de Taxa de Juros Efetiva**

(em % a.a.)

Ano/Taxa	Taxas Divulgadas		Taxas Efetivas		Taxas Interbancárias (para referência)
	pequenas/ médias	grandes empresas	pequenas/ médias	grandes empresas	
1958	9,67	8,43	10,54	8,62	9,70
1959	9,62	8,24	10,59	8,44	8,40
1960	9,59	8,44	10,66	8,63	8,40
1961	9,26	8,48	10,22	8,73	11,40
1962	9,51	8,55	10,51	8,65	10,30

Fonte: Kawaguchi (1967:310) e IMF, International Financial Statistics

Como pode-se observar, os dados indicam que os encargos financeiros das pequenas e médias empresas eram superiores aos das grandes corporações. Ocorre que o valor correspondente aos juros recebidos foi obtido arbitrariamente atribuindo-se uma taxa de juros anual de 5,5% ao saldo de depósitos, não havendo diferenciação entre os saldos compensatórios e os depósitos feitos voluntariamente pelas corporações (KAWAGUCHI, 1967:310). Supõe-se, portanto, que os bancos davam o mesmo tratamento a ambos os tipos de depósitos. Assim, é bastante provável que essa estimativa subestime o efeito dos saldos compensatórios sobre as taxas efetivas de juros.<sup>9</sup>

Os elementos acima mencionados revelam algumas das dificuldades envolvidas na estimação das taxas efetivas de juros dos empréstimos bancários. Ainda que os saldos

<sup>9</sup> Já na opinião de Kawaguchi (1967:311), as taxas efetivas de juros líquidos pagos pelas empresas teriam sido inferiores às estimadas, uma vez que "assumiu-se que o conjunto dos depósitos das empresas eram saldos compensatórios". Em outras palavras, para o autor, a taxa de 5,5% ao ano arbitrada na estimativa subestimaria os juros recebidos pelas empresas. No entanto, não parece ser este o caso quando se leva em conta que nem todos os depósitos compensatórios eram remunerados e que a taxa de juros média dos depósitos a prazo (6 meses) no período 1958/62 ficou em 5,0% ao ano, como mostra a **Tabela 16**.

compensatórios tenham elevado os custos efetivos das operações de crédito, parece praticamente impossível precisar até que ponto estes eram superiores às “taxas oficiais”. Feitas essas considerações, cabe acrescentar ainda que não parece adequada a afirmação de que a prática de exigência de saldos compensatórios a título de reciprocidade tenha logrado negar o esforço do governo em manter condições adequadas de financiamento para o setor produtivo.

Em primeiro lugar, do ponto de vista da realização do gasto em novas plantas e equipamentos, a questão relevante não é a taxa de juros em si, mas sim se o seu nível não se sobrepõe à rentabilidade esperada do investimento, inviabilizando a decisão de gasto. Em outras palavras, as taxas de juros eram elevadas, inclusive para os padrões internacionais, mas isso não impediu que as empresas japonesas mantivessem um alto grau de alavancagem ao longo do período em que a economia cresceu aceleradamente, indicando que não ameaçaram a rentabilidade esperada dos gastos em investimento das corporações.

Em segundo lugar, levando-se em conta o grau de controle que as autoridades japonesas mantinham sobre a atuação das instituições financeiras ao longo do pós-guerra, parece lícito supor que a prática de exigência de saldos compensatórios contava com uma certa tolerância do governo (ou, pelo menos, de parte da burocracia), mesmo porque, tratava-se de algo generalizado no sistema bancário e que se manteve ao longo de todo o período de crescimento acelerado.<sup>10</sup>

Assim, a existência desse mecanismo deve ser entendida a partir de outro ângulo. De acordo com AGLIETTA (1992:14), os saldos compensatórios constituíam, para os tomadores, a contrapartida da garantia dada pelo banco de que o fluxo de financiamento não seria interrompido. Na mesma linha, SUZUKI (1986:20) afirma que os saldos compensatórios caracterizavam a existência de uma relação estreita entre o banco e o cliente, em que a recíproca, para este último, era o recebimento de volume adicional de empréstimos. Nas circunstâncias prelavacentes no Japão do pós-guerra, isso tinha uma importância crucial. Para que as empresas assegurassem sua posição num mercado em

---

10 De qualquer forma, HORIUCHI (1984:360) nota que o Ministério das Finanças e a *Fair Trade Commission* começaram a realizar “investigações regulares” com respeito aos saldos compensatórios a partir de 1964.

expansão, era necessário que mantivessem um ritmo de investimento acelerado. Os dilatados prazos de maturação desses investimentos, por sua vez, exigiam que elevados volumes de recursos estivessem disponíveis ao longo do tempo. Assim, a garantia de que não haveria gargalos no financiamento do gasto funcionava como um elemento de enorme importância no planejamento da estratégia de expansão, atuando como forte estímulo à realização do investimento.

Nesse sentido, mesmo que o efeito último dos saldos compensatórios tenha sido o de elevar as taxas efetivas de juros, essa prática pode ter sido altamente funcional aos tomadores, uma vez que permitiu que as decisões de gasto fossem tomadas dentro de um horizonte de previsibilidade quanto ao volume e ao fluxo dos recursos.

Além disso, os saldos compensatórios foram importantes no sentido de garantir um comportamento mais estável para a captação dos bancos. Ao exigir que parte dos empréstimos retornasse na forma de depósitos, os bancos lograram atrelar a evolução de parcela de seu passivo ao comportamento do ativo. Assim, ainda que tenha onerado o setor produtivo, esse fenômeno pode ter tido o efeito positivo de reduzir o risco para os bancos, contribuindo para garantir a solidez do sistema financeiro ao longo do tempo.

Em suma, parece mais correto afirmar que o papel dos limites de taxas de juros, em si, foi o de impedir a emergência de competição via preço no mercado de recursos financeiros através do controle do custo de captação dos bancos, constituindo um dos elementos básicos da atuação seletiva do Banco do Japão em sua política de fornecimento de reservas bancárias. As condições adequadas de financiamento das empresas foram garantidas fundamentalmente através de outros elementos, tais como a política monetária acomodativa do Banco do Japão e o desenho da estrutura do sistema financeiro.

A título de conclusão desta primeira parte do trabalho, procurou-se mostrar nos capítulos 1 e 2 como o Japão pôde contar com um sistema extremamente bem articulado de financiamento de sua estratégia de expansão ao longo do pós-guerra, marcado por um enorme grau de coerência e adequação entre a política macro e o plano microeconômico. Na segunda parte da dissertação, procura-se descrever o processo de desmontagem de toda esse sistema em favor de uma estrutura mais flexível, caracterizada por menor número de regras e controles com relação à atuação dos agentes.

### CAPÍTULO 3

#### A LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA DOS ANOS 80 E O NOVO PAPEL DAS POLÍTICAS MONETÁRIA E DE CRÉDITO

A partir do final dos anos 70, o sistema financeiro japonês constituído no pós-guerra começou a passar por um processo de grande transformação que ganhou forte impulso na década de 80. A liberalização financeira, como é chamado este movimento, abarcou, ainda que com intensidades distintas, os vários segmentos do sistema.

Este capítulo procura descrever em que medida esse processo afetou os mecanismos componentes do sistema de financiamento das grandes empresas descrito nos capítulos 1 e 2. Mais precisamente, procura-se mostrar de que maneira ocorreu a desmontagem da estrutura que havia permitido ao governo japonês realizar uma política monetária que era, ao mesmo tempo, uma política de crédito seletivo, uma vez que este movimento foi um dos efeitos qualitativos importantes do processo de liberalização.<sup>1</sup>

As alterações são apresentadas tendo como referência três características básicas do sistema de financiamento das grandes empresas vigente no pós-guerra: a reduzida importância do mercado de títulos, a existência de limites para as taxas de juros e o rígido controle dos fluxos de capitais. Essa escolha se baseia no fato de que, justamente através das mudanças relacionadas a esses elementos, os canais seletivos de crédito foram perdendo importância, resultando numa progressiva dissociação entre a gestão monetária e a política de crédito seletivo.

Cabe destacar que os principais elementos desencadeadores da transformação do sistema financeiro japonês foram dois fenômenos ocorridos do chamado "lado real" da economia: a consolidação do ritmo de crescimento num patamar mais baixo e o surgimento de sucessivos superávits comerciais.

No que se refere ao comportamento do crescimento, o primeiro choque do petróleo ocorrido em 1974 desencadeou uma queda brusca do nível de atividades,

---

<sup>1</sup> Não se ignora que haja outros efeitos igualmente importantes da liberalização financeira, mesmo porque o processo atingiu praticamente todas as áreas do sistema financeiro japonês. Contudo, nessa dissertação procura-se restringir o escopo da análise em função daquilo que foi apresentado nos capítulos 1 e 2.

aprofundando abruptamente a tendência de redução do ritmo de expansão do investimento existente desde o início da década de 70. Isso teve dois desdobramentos imediatos. O primeiro foi a redução das necessidades de financiamento das empresas, dada a queda do investimento privado. O segundo foi o aumento da dívida pública, ocorrido em função da queda das receitas com a recessão e da política de aumento da despesa pública (especialmente de caráter previdenciário), sustentando o nível de renda (CARGILL & ROYAMA, 1988:111).

Em outras palavras, com a diminuição das taxas de crescimento, alteraram-se as posições credora e devedora na economia, com o segmento das empresas passando a ser credor líquido e o setor público elevando consideravelmente suas necessidades de financiamento. Essa mudança pode ser visualizada pela **Tabela 20**, que mostra que a posição deficitária do segmento das empresas se reverteu quando se considera a média do período 1975-84. Ao mesmo tempo, o setor público, que no período de crescimento acelerado havia registrado um déficit moderado, passou a ser o principal segmento deficitário da economia.

Tabela 20

Superávit/Déficit por Setor (em % do PIB)

Setor/Ano	1965-1974	1975-1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Empresas	-7,1	2,9	-1,8	-1,3	-2,2	-4,5	-6,7	-9,0
Famílias	9,4	10,2	9,7	10,1	7,8	7,4	9,1	9,8
Setor Público	-2,6	-7,1	-4,1	-4,1	-1,4	0,6	0,6	0,8

Fonte: USUKI (1991:01)

Com relação aos superávits em conta corrente, já a partir do final dos anos 60, o Japão começava a emergir como uma economia exportadora. Contudo, a tendência de acúmulo de superávits tornou-se descontínua nos anos 70 em função dos choques do petróleo, sendo retomada de maneira permanente apenas nos anos 80 (**Tabela 21**).

Tabela 21

## Contas Externas do Japão

US\$ bilhões

Ano	Conta-Corrente	Balança Comercial
1962	-0,05	0,40
1963	-0,78	-0,17
1964	-0,48	0,38
1965	0,93	1,90
1966	1,25	2,28
1967	-0,19	1,16
1968	1,05	2,53
1969	2,12	3,70
1970	1,97	3,96
1975	-0,68	5,03
1980	-10,75	2,13
1981	4,77	19,97
1982	6,85	18,08
1983	20,80	31,85
1984	35,00	44,26
1985	49,17	55,99
1986	85,85	92,83
1987	87,02	96,39
1988	79,63	95,01
1989	57,16	76,92
1990	35,76	63,53
1991	72,90	103,04
1992	117,62	132,60

Fonte: BANK OF JAPAN, ECONOMIC STATISTICS ANNUAL (1992).

Esse novo contexto colocou em xeque vários elementos do sistema financeiro japonês, cuja concepção e forma de funcionamento se adequavam ao cenário anterior, caracterizado pelo crescimento acelerado comandado pelo setor privado e pela busca de um certo grau de autonomia no plano externo. Em resposta ao novo quadro, a partir da segunda metade dos anos 70, o governo tomou uma série de medidas no sentido de flexibilizar a regulamentação do sistema, alterando de forma profunda o ambiente em que operavam os bancos, as empresas e as próprias autoridades responsáveis pela gestão monetária no Japão.

### 3.1 O Mercado de Títulos

#### 3.1.1 A Criação do Mercado de Títulos Públicos

Como visto no capítulo 1, ao longo do pós-guerra a dívida pública foi financiada através da colocação compulsória de títulos junto às instituições financeiras, sendo que a maior parte das aquisições cabia aos *City Banks*. Após um ano de carregamento, o Banco do Japão adquiria os títulos das carteiras dos bancos "ao par", ou seja, por preço idêntico ao de emissão e, portanto, sem perdas de capital.

A partir de 1975, a dívida pública do governo central passou a crescer aceleradamente em função dos sucessivos déficits orçamentários. Com isso, os títulos públicos ganharam maior espaço no ativo dos bancos, especialmente os *City Banks*, uma vez que o esquema de colocação dos papéis, em que o volume de títulos adquiridos era proporcional ao ativo das instituições, foi mantido num primeiro momento (ver **Tabela 22**). Isso ocorreu num período em que as fontes de rentabilidade dos *City Banks* estavam se reduzindo em função da recessão e da conseqüente queda da demanda de recursos de seus principais clientes, as grandes empresas (TORRES, 1991:289).

Além disso, em 1978 o Banco do Japão interrompeu a compra automática dos títulos públicos das carteiras dos bancos após um ano de carregamento e em condições favorecidas, sob o argumento de que essa prática prejudicava a condução da política monetária. Ainda que, como será retomado adiante, a autoridade monetária não tenha deixado de adquirir títulos públicos das carteiras dos bancos, a eliminação do compromisso de compra automática e sem perdas de capital tornou a manutenção dos papéis em carteira ainda mais onerosa às instituições (CARGILL & ROYAMA, 1988:21).

Nesse contexto, o governo japonês introduziu uma série de mudanças no sistema de financiamento da dívida pública com o objetivo de ajustar o arcabouço institucional ao maior volume de papéis. A desregulamentação ocorreu tanto na direção da criação de um mercado de tomadores finais para os papéis como no sentido de conferir maior liberdade às operações que as instituições financeiras poderiam realizar com os títulos, criando, assim, oportunidades de obtenção de lucros.

Tabela 22

Evolução da Dívida Pública do Governo Central e participação no ativo dos City Banks

Ano	Dívida Pública Governo Central (Y trilhões)	Taxa de Crescimento	Carteira de Títulos da Dívida Pública/ Ativo Total dos City Banks
1971	7,6		1,3%
1972	11,7	53,9%	1,5%
1973	13,1	12,4%	1,1%
1974	15,7	19,4%	1,0%
1975	22,8	45,1%	2,2%
1976	32,7	43,4%	4,3%
1977	46,1	41,1%	5,7%
1978	62,3	35,2%	7,5%
1979	77,6	24,4%	6,6%
1980	95,0	22,5%	5,2%
1981	106,8	12,4%	4,6%
1982	121,3	13,6%	4,0%
1983	137,2	13,1%	4,0%
1984	150,1	9,4%	3,5%
1985	163,6	8,9%	3,0%
1986	184,7	12,9%	3,3%
1987	198,6	7,5%	3,4%
1988	206,2	3,8%	3,7%
1989	208,0	0,9%	3,3%
1990	216,7	4,2%	2,6%
1991	224,6	3,7%	2,3%

Fonte: BANK OF JAPAN, ECONOMIC STATISTICS ANNUAL (1992).

Em relação às novas oportunidades de lucro, a primeira medida importante foi o reconhecimento oficial da existência do mercado de financiamento de posições em títulos com carta de recompra (o mercado *Gensaki*). Nesse mercado, que até a primeira metade da década de 70 movimentou volumes limitados, *City Banks* e *Securities Companies* tomavam recursos informalmente através de operações lastreadas em títulos públicos. Os financiadores das posições eram, em geral, grandes empresas que aplicavam sobras de caixa. O reconhecimento oficial da existência do *Gensaki* se deu em 1976, mas, nessa ocasião, impôs-se um limite máximo à posição devedora (isto é, vendedora de papéis) dos bancos, a qual foi sendo ampliada até a total eliminação do teto em 1980.<sup>12</sup>

Como mostra a **Tabela 23**, os *City Banks* fizeram uso recorrente da possibilidade de financiar suas carteiras de títulos com recursos de terceiros, tendo se mantido sempre

<sup>12</sup> O limite máximo foi elevado de Y 5 bilhões para Y 20 bilhões em 1978 e Y 50 bilhões em 1979 (TAKEDA & TURNER, 1992:101).

na posição de vendedores líquidos de papéis, ao contrário das empresas, as quais figuraram como aplicadoras líquidas de recursos no mercado.

**Tabela 23**  
**Posições no Mercado Gensaki**

(Y bilhões)

Ano	City Banks			Empresas		
	Compras	Vendas	Líquido	Compras	Vendas	Líquido
1978	7	16	-9	2.454	277	2.177
1979	3	585	-582	2.861	464	2.397
1980	0	601	-601	3.055	328	2.727
1981	20	603	-583	2.503	234	2.269
1982	1	420	-419	2.204	240	1.964
1983	32	247	-215	2.134	172	1.962
1984	16	130	-114	1.511	108	1.403
1985	91	30	61	1.616	100	1.516
1986	19	189	-170	1.611	161	1.450
1987	59	225	-166	899	250	649
1988	157	135	22	543	70	473
1989	11	397	-386	718	36	682
1990	69	143	-74	879	76	803
1991	5	4	1	963	102	861
1992	1	4	-3	874	94	780

Observação: dados de fluxo (um sinal negativo indica posição líquida vendedora de papéis/tomadora de recursos).

Fonte: BANK OF JAPAN, Economic Statistics Annual (1992)

Também em 1980, as *Securities Companies* foram autorizadas a oferecer ao público aplicações financeiras com liquidez diária lastreadas em títulos públicos de médio prazo. Já em 1983, essas instituições passaram a poder conceder empréstimos garantidos por títulos públicos.

Outra medida importante foi a autorização concedida em 1984 aos *City Banks* para a realização de operações com títulos públicos em mercado secundário, atividade até então restrita às *Securities Companies* (YOSHITOMI, 1985:11; TAKEDA & TURNER, 1992:105).

Com relação à criação do mercado de tomadores finais, a desregulamentação ocorreu em três frentes. Em primeiro lugar, promoveu-se uma redução do volume de papéis colocados nas carteiras dos *City Banks*. Como mostra a **Tabela 24**, um volume

superior de títulos passou a ser lançado diretamente ao público, o que pode ser visualizado pelo aumento da rubrica "oferta pública", isto é, fora do sistema de aquisição compulsória. Além disso, elevou-se a participação das instituições especializadas na intermediação de papéis para fundos de investimento ou que utilizam os títulos como lastro de aplicações financeiras - aumento das colocações junto às *Securities Companies* e ao *Trust Fund Bureau*, fundo integrado pelos recursos do sistema de "poupança postal".

Tabela 24

## Colocações Primárias de Títulos da Dívida Pública\*

Ano	City Banks/ Bcos. L. Prazo	Securities Companies	Oferta Pública	Trust Fund Bureau	Outros**	Total (Y bilhões)
1977	35,5	21,6	0,0	10,5	32,4	9.575
1978	40,8	18,8	0,0	3,2	37,2	9.500
1979	36,2	8,9	0,0	21,8	33,0	12.280
1980	22,5	14,5	12,2	30,2	20,5	14.245
1981	17,0	8,3	25,4	33,6	15,5	13.569
1982	17,7	7,5	23,3	35,3	16,1	17.640
1983	13,1	6,0	35,7	33,3	11,9	17.880
1984	13,9	9,3	30,4	33,7	12,7	17.902
1985	13,5	9,2	25,0	39,7	12,6	19.910
1986	17,3	12,0	14,7	39,8	16,3	21.160
1987	14,2	11,1	19,2	41,8	13,6	21.926
1988	13,7	13,9	22,8	35,3	14,2	18.182
1989	13,2	20,5	14,7	39,8	11,8	15.819
1990	11,4	27,4	15,0	35,7	10,4	18.271
1991	11,2	34,9	13,9	29,8	10,2	17.041

Notas: \* somente Bônus do Governo Central (interest-bearing)

\*\* inclui: Bancos Comerciais Regionais, Companhias de Seguros, *Trust Banks*, *Shinkin Banks*, *NonriChukin Bank* e outros.

Observação: dados de fluxo.

Fonte BANK OF JAPAN, ECONOMIC STATISTICS ANNUAL (1992).

Em segundo lugar, o governo promoveu um progressivo aumento da proporção de títulos públicos da carteira dos bancos passível de venda. Em 1977, os bancos foram autorizados a vender bônus do governo em mercado após um ano de carregamento. O período mínimo de manutenção dos papéis em carteira passou para 100 dias em 1981, 40 dias em 1986 e acabou sendo extinto em 1987, sendo permitida a venda logo após a aquisição (TAKEDA & TURNER, 1992:100-119). Aliado ao crescimento acelerado do

estoque da dívida, isso contribuiu para formar um mercado secundário para os papéis, processo que foi fundamental para conferir maior liquidez ao título público.

Em terceiro lugar, e em parte como decorrência do crescimento do mercado secundário, o governo acabou flexibilizando as condições de formação das taxas de juros dos papéis no mercado primário. Isso ocorreu através de uma reforma do sistema de colocação em 1989, em que 40% do total dos bônus passaram a ser lançados via leilão, com os termos de aquisição determinados pelas condições do mercado, sendo que os restantes 60%, cativos dos membros do Sindicato de Subscrição, passaram a ser colocados a preços baseados nos resultados dos leilões (USUKI, 1990:09).

Em função dessas mudanças, o diferencial de juros entre as taxas das emissões primárias e as taxas das negociações em mercado secundário se reduziu consideravelmente. Em algumas ocasiões, os preços das novas colocações foram até mesmo superiores aos do mercado secundário, refletindo a consolidação do título público como a principal referência do mercado doméstico de bônus (TAKEDA & TURNER, 1992:22; CARGILL & ROYAMA, 1988:152).

A desregulamentação do mercado de títulos públicos teve dois efeitos importantes. No que diz respeito ao sistema bancário, ainda que a colocação compulsória dos papéis nas carteiras das instituições tenha sido mantida, os termos (prazos e rentabilidade) passaram a ser decididos em condições mais flexíveis e a revenda foi agilizada. Assim, os títulos passaram a ser uma fonte potencial de obtenção de ganhos, seja nas operações de venda final, seja nas operações de compra e venda em mercado secundário.

No que se refere à condução da política monetária, o alargamento da base de colocação dos títulos da dívida pública significou uma mudança fundamental com relação ao esquema existente no pós-guerra e ao papel que o título público desempenhava dentro do sistema de financiamento das grandes empresas. Até então, do ponto de vista do sistema, a função preponderante do título público era viabilizar o acesso dos grandes bancos comerciais ao redesconto do Banco do Japão para a obtenção de liquidez, o que era condicionado pela adoção, por parte dos bancos, de uma determinada política de crédito. Assim, os papéis públicos, juntamente com determinados títulos privados, funcionavam como meio de implementação da política de crédito seletivo.

Ocorre que a garantia de recompra do Banco do Japão existente nesse período apenas não impunha uma rigidez à condução da política monetária porque o volume de dívida pública se manteve bastante reduzido pelo menos até 1975. Justamente em função disso é que foi possível combinar a garantia de recompra dos títulos após um ano de carregamento e sem perdas de capital com uma política de reservas bancárias que embutiu um alto grau de controle do crédito fornecido ao setor privado, seja no que diz respeito ao volume, seja no que tange aos canais pelos quais fluíam os recursos. Em outros termos, o caráter seletivo da política de crédito conduzida pelo Banco do Japão era dado justamente pela sua capacidade de controle com relação à quantidade de reservas bancárias que seria fornecida ao sistema, aos agentes que receberiam o crédito, e ao momento e custo da operação.

A partir do instante em que a dívida pública começou a crescer aceleradamente, manter aquele arranjo institucional significaria não só impor um prejuízo aos bancos como também tornar a política de reservas bancárias refém da necessidade de aquisição de um volume crescente de títulos públicos. Em outras palavras, a mudança institucional parece ter refletido uma tentativa de impedir que a política de reservas bancárias do banco central tivesse um vínculo automático com a evolução da dívida pública.

Nesse sentido, o aspecto fundamental do alargamento da base de colocação dos títulos da dívida pública foi ter propiciado ao Banco do Japão maior liberdade de atuação *vis-à-vis* uma situação em que fosse mantido o arranjo institucional anterior, em que as condições de recompra dos papéis junto aos *City Banks* (prazo e preços) eram garantidas *a priori* pela autoridade monetária.

Isso não significa que as aquisições de títulos públicos das carteiras dos bancos tenham sido interrompidas. Ao contrário, como mostra a **Tabela 25**, na década de 80 os títulos públicos ganharam um espaço mais significativo na carteira do Banco do Japão em comparação ao período anterior. Contudo, esse movimento decorreu essencialmente do aumento das aquisições de *Treasury Bills*, que correspondem a operações de financiamento direto do tesouro pelo banco central.

No que se refere às transações de recursos envolvendo a autoridade monetária e o setor privado, as aquisições de bônus públicos passaram a dividir o espaço com outras

operações, especialmente operações típicas de mercado aberto que, no Japão, se dão no mercado interbancário, no qual o Banco do Japão passou a atuar a partir de 1971/72, e são conduzidas junto ao conjunto do sistema.

Tabela 25

## Contas do Banco do Japão: participação no ativo total

(em %)

Tipo/Ano	1966/70*	1975	1980	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
1. Emp. e Redesconto	71,8	51,6	27,2	33,6	28,7	35,6	39,4	25,4	31,1	33,1	32,3
1.1 Redesconto	37,9	40,9	18,5	19,8	9,3	17,2	18,5	10,5	18,6	12,7	17,5
. Commercial Bills	20,8	1,5	5,1	3,2	6,5	3,0	2,6	5,0	1,6	2,1	1,4
. Títulos Públicos	42,3	93,8	94,2	96,8	93,5	97,0	97,4	95,0	98,4	97,9	98,6
. Outros Títulos	37,0	4,7	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
1.2 Empréstimos	34,0	10,8	8,7	13,8	19,4	18,4	20,9	14,9	12,5	20,4	14,8
2. Oper. c/ o Tesouro**	13,1	9,0	48,3	36,3	44,2	39,8	38,8	46,2	45,9	36,2	31,3
3. Interbancário	0,0	14,9	13,3	17,0	14,4	13,8	12,9	20,4	14,0	21,8	27,1
4. Ativos Estrangeiros	12,9	22,4	9,1	11,0	10,0	8,4	6,8	6,8	6,1	6,0	6,2
5. Outros	2,2	0,0	0,0	2,1	2,6	2,3	2,2	2,2	2,9	2,2	3,1
6. Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Total (Y trilhões)	4,5	15,6	24,1	31,1	32,6	34,7	39,6	45,1	49,2	49,6	48,0

Observação: (1) dados de estoque (os percentuais se referem ao Ativo Total, exceto para "Commercial Bills", "Títulos Públicos" e "Outros Títulos", cujo percentual tem como referência o total de operações de desconto).

Notas: \* média

\*\* considerou-se "Operações com o Tesouro" o estoque de *Financing Bills*

Fonte: BANK OF JAPAN, Economic Statistics Annual (1992)

Essa mudança fez parte da perda de espaço dos *City Banks* enquanto segmento privilegiado pela política de reservas bancárias do Banco do Japão. Até o final dos anos 70, se por um lado essas instituições arcavam com o ônus de absorver a maior parte dos títulos da dívida pública, por outro eram beneficiadas enquanto "parceiros preferenciais" do banco central, os principais agentes da política de crédito.

A perda de espaço dos *City Banks* também é refletida no comportamento das operações de desconto da autoridade monetária, as quais passaram não apenas a ocupar um espaço decrescente no ativo do Banco do Japão, mas também envolver as demais instituições financeiras em proporção maior.

Progressivamente, portanto, o fornecimento de reservas bancárias pelo Banco do Japão ao sistema deixou de estar restrito aos 13 *City Banks*. Essa mudança se inseriu no processo mais amplo de perda de importância dos canais seletivos de recursos em favor de uma política cada vez mais voltada para o controle do volume global de crédito, independentemente do destino das reservas bancárias. Na realidade, um arranjo institucional distinto foi sendo criado para atender a uma nova etapa da economia japonesa, em que as demandas mais prementes passaram a ser outras.

No estágio de industrialização associado a esse novo momento, uma atuação pontual do governo no tocante à política de crédito seria em princípio suficiente para atender às demandas do ponto de vista das políticas voltadas para o setor produtivo. Assim, se antes a política monetária era fundamentalmente uma política de crédito seletivo, a partir de então passou a haver uma dissociação entre ambas, com a segunda passando a estar centrada nas instituições especializadas de crédito, geralmente estatais, e, naturalmente, no fato de que a estrutura especializada e segmentada do sistema foi de certa forma mantida.

### **3.1.2 O Mercado de Títulos Privados**

Como desenvolvido no capítulo 1, o acesso ao mercado de bônus por parte das empresas privadas se manteve fortemente restrito no período do pós-guerra em função de uma série de entraves institucionais que, na sua maior parte, haviam sido criados justamente para impedir que esse instrumento constituísse uma fonte importante de financiamento para o setor privado.

Ao longo dos anos 80, as condições de utilização do mercado de bônus pelas empresas foram bastante flexibilizadas. Esse processo, no entanto, teve um caráter bastante peculiar. Ao mesmo tempo em que ampliou o acesso das empresas a instrumentos

de endividamento direto no exterior, o governo japonês manteve em grande medida o caráter restritivo da regulamentação dos mercados domésticos.

Na realidade, a desregulamentação no mercado de bônus emitidos pelas empresas privadas pode ser vista como um subproduto do processo de liberalização dos fluxos de capitais com o exterior, uma vez que, ao que tudo indica, tratou-se de um movimento atrelado fundamentalmente ao estado de flexibilização das regras referentes à realização de operações no exterior. As pequenas alterações ocorridas no âmbito das operações domésticas parecem ter sido fruto da intenção do governo japonês de não promover uma disparidade muito acentuada entre as condições de emissão no exterior *vis-à-vis* àquelas prevaescentes no mercado interno. Assim, nesta seção serão apresentadas as principais alterações tendo em vista sua importância do ponto de vista do acesso dos tomadores ao mercado, ficando para a seção 3.3 as considerações sobre os efeitos desse processo do ângulo do balanço de pagamentos.

Com relação às emissões de bônus em mercados estrangeiros, o grande impulso aos lançamentos ocorreu em 1984 com o estabelecimento de critérios objetivos para o lançamento de títulos no exterior em substituição ao regime de consulta prévia às autoridades existente até então. Essa flexibilização se inseriu dentro do conjunto de ações voltados para incentivar o desenvolvimento de um mercado de euroienes, o qual corresponde ao conjunto de operações denominadas em ienes realizadas em praças estrangeiras. De acordo com OSUGI (1990:14), o processo se deu sob certa relutância do Ministério das Finanças uma vez que a criação dessa via de financiamento acabaria confrontando diretamente o princípio de colateralização existente no mercado doméstico.

Os critérios de acesso ao mercado foram estabelecidos com base no capital da empresa tomadora e na classificação de risco ("A", no mínimo). A nova sistemática passou a reger os lançamentos não só de bônus em euroiene como também em divisas estrangeiras (bônus estrangeiros, ou títulos denominados em moeda estrangeira emitidos fora do Japão por agentes japoneses). Os critérios foram sendo progressivamente flexibilizados, de forma que, em 1986, a única restrição era quanto à classificação de risco ("A") (OSUGI, 1990:12).

Com relação às emissões de bônus no próprio mercado japonês, o limite de capital mínimo da empresa habilitada aos lançamentos foi reduzido e ampliaram-se os montantes máximos de emissão. Além disso, a exemplo das operações no exterior, foram estabelecidos critérios de elegibilidade para emissões domésticas de bônus não-colateralizados, baseados num sistema de classificação de risco. Os critérios foram sendo relaxados progressivamente, resultando num significativo aumento do número de empresas habilitadas a realizar emissões: de 2 empresas em 1979 para 300 ao final de 1988, no caso de emissões de bônus de renda fixa, e de 2 para 500, no caso de emissões de bônus conversíveis em ações no mesmo período (USUKI, 1990:7,8).<sup>13</sup>

Outra mudança importante foi a introdução, a partir de 1987, de uma nova sistemática de determinação da rentabilidade dos bônus, o "*proposal method*", pelo qual condições como o preço dos papéis e as taxas de juros são estabelecidas a partir de uma concorrência em que várias *Securities Companies* fornecem propostas (HASHIMOTO, 1993:201,202,220).

A desregulamentação do mercado doméstico de bônus privados incluiu ainda o estabelecimento de critérios de elegibilidade para as emissões domésticas de bônus denominados em iene emitidos por agentes estrangeiros (conhecidos por *Samurai Bonds*), fixados de acordo com as normas para as emissões de bônus em euroiene. Além disso, em 1985 foi criado o mercado doméstico de bônus denominados em moeda estrangeira emitidos por agentes estrangeiros (os *Shogun Bonds*).

Contudo, o esquema de lançamento dos títulos no sistema financeiro doméstico se manteve intacto, permanecendo completamente dominado pelas instituições financeiras

---

13 O termo "bônus de renda fixa" é utilizado aqui para designar os *straight bonds*, títulos de dívida (em geral negociáveis) que se diferenciam dos *equity-related bonds*, os quais permitem ao investidor adquirir ações da empresa emissora numa data futura. Estes se dividem em bônus conversíveis em ações (*convertible bonds*) e bônus com direitos de subscrição de ações (*warrant bonds*). A diferença entre ambos se refere ao fato de que os bônus com direitos de subscrição de ações são, em geral, separáveis das *warrants* (garantias de direito de subscrição), que podem, portanto, ser vendidas independentemente do título. Ou seja, esses papéis podem ser desdobrados em dois instrumentos: uma opção de compra de ações e um título de dívida. Já os bônus conversíveis embutem uma opção de conversão em ações que, se exercida, faz com que o título de dívida desapareça. Em geral os *equity-related bonds* têm uma rentabilidade inferior à dos bônus de renda fixa, dada a possibilidade de obtenção de ganhos decorrentes do movimento do mercado acionário.

locais. Isso acabou fazendo com que elevadas comissões - cobradas pelas *Securities Companies* e pelos bancos custodiantes para o lançamento dos papéis e manutenção das garantias - mantivessem o diferencial de custo de lançamento no mercado doméstico *vis-à-vis* o custo no exterior, como mostra a **Tabela 26**.

Tabela 26

**Comparação de Custos do Lançamentos de Títulos  
Mercado Doméstico X Euromercado**

Mercado/Tipo de Bônus	Renda Fixa	Conversível	c/ Direitos
<b>Mercado Doméstico</b>			
* % sobre o valor da emissão	2,6	3,0	2,7
* US\$ milhões para uma emissão de Y 10 bilhões, cerca de US\$ 69 milhões	1,8	2,1	1,9
<b>Euromercado</b>			
* % sobre o valor da emissão	1,9	2,3	2,4
* US\$ milhões para uma emissão de Y 10 bilhões, cerca de US\$ 69 milhões	1,3	1,6	1,7

Fonte: cálculos feitos a partir de dados do Ministério das Finanças, citados em OECD (1990:90).

Nessas circunstâncias, parte do crescimento do mercado de bônus foi "exportada" para praças estrangeiras, como mostra a **Tabela 27**, ainda que circunstâncias específicas relacionadas à política macroeconômica japonesa tenham tido um papel fundamental nesse processo, como será visto no capítulo 4.

Cabe ressaltar que o crescimento do mercado doméstico de bônus refletido nos dados da **Tabela 27** deve ser relativizado no que diz respeito a sua utilização por parte das empresas do setor produtivo privado. Em primeiro lugar, no que se refere aos Bônus Conversíveis, ainda que a valorização acentuada ocorrida na Bolsa de Tóquio entre 1986 e 1989, e que será comentada adiante, tenha contribuído para o aumento das emissões, parte dos valores corresponde a emissões dos *City Banks*, que, a partir de 1987 foram

autorizados pelo Ministério das Finanças a lançar títulos para se ajustarem mais facilmente às regras de adequação de capital do BIS (VINER, 1987:152).<sup>14</sup> De acordo com informações do Nomura Research Institute, 25% das emissões domésticas de bônus conversíveis em 1988 foram efetuadas pelos bancos (OSUGI, 1990:15).

Tabela 27

Recursos Captados nos Mercados de *Securities* pelas Empresas listadas na Bolsa de Tóquio

US\$ bi

Título/Ano	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
<b>Ações</b>	4,1	4,4	8,4	5,2	3,1	3,9	3,2	4,8	20,0	35,4	61,8	23,5	5,6	3,1
<b>Bônus</b>														
Merc. Domést.	7,1	5,1	7,2	6,4	5,9	8,3	10,3	20,4	41,5	57,3	56,1	37,6	27,9	26,8
. Renda Fixa	5,4	4,6	5,5	4,4	2,5	3,2	2,5	3,6	5,7	6,8	4,2	12,6	17,5	22,9
. Convers.	1,7	0,5	1,6	1,8	3,4	5,0	7,8	16,1	35,6	50,5	49,1	18,7	7,6	3,9
. c/ Direitos	0,0	0,0	0,1	0,2	0,0	0,1	0,0	0,7	0,2	0,0	2,8	6,3	2,8	0,0
Merc. Externo	3,6	3,1	3,8	4,3	7,3	9,8	14,6	23,2	35,8	39,5	83,3	33,6	56,0	43,9
. Renda Fixa	0,9	0,8	0,3	1,4	2,4	2,6	6,3	9,2	7,7	5,8	5,8	10,0	27,8	29,3
. Convers.	2,7	2,3	3,5	2,5	4,4	5,3	5,4	2,5	6,8	6,4	11,1	4,0	1,6	2,7
. c/ Direitos	0,0	0,0	0,0	0,4	0,5	1,9	2,9	11,5	21,3	27,3	66,4	19,6	26,6	11,9
<b>Total Domést.</b> (em % do total)	75,7%	75,4%	80,4%	73,0%	55,2%	55,5%	48,0%	52,1%	63,2%	70,1%	58,6%	64,5%	37,4%	40,5%
<b>Total Externo</b> (em % do total)	24,3%	24,6%	19,6%	27,0%	44,8%	44,5%	52,0%	47,9%	36,8%	29,9%	41,4%	35,5%	62,6%	59,5%
<b>Total (US\$ bi)</b>	14,8	12,6	19,4	15,9	16,3	22,0	28,1	48,4	97,3	132,2	201,2	94,7	89,5	73,8

Fonte: BANK OF JAPAN, ECONOMIC STATISTICS ANNUAL (1992) e INTERNATIONAL MONETARY FUND, INTERNATIONAL FINANCIAL STATISTICS (1992).

Em segundo lugar, especificamente no caso do comportamento dos bônus de renda fixa, deve-se levar em conta o forte domínio das companhias de energia elétrica no

14 Ao final de 1987, o Comitê de Supervisão Bancária do G-10 estabeleceu que os bancos que operam no sistema financeiro internacional deveriam atingir até 1992 um nível de capitalização de no mínimo 8% sobre volume de ativos. Do total do capital constituído, 50%, no mínimo, deveria ser composto por ações e reservas (classificação denominada "Tier I"). O restante poderia incluir dívida subordinada e reavaliação de reservas, sendo 45%, no máximo, correspondente a ganhos não realizados referentes às carteiras de *securities* ("Tier II") (FRANKEL & MORGAN, 1991:16,17).

mercado doméstico. Como já foi mencionado no capítulo 1, essas corporações recebem tratamento privilegiado do Conselho de Emissões quanto ao volume passível de colocação e às condições de emissão dos títulos. De acordo com VINER (1987:115,116), em 1985, por exemplo, as emissões dessas empresas ainda respondiam por mais de 90% do mercado doméstico do bônus de renda fixa.

Dois elementos podem ser apontados para explicar a atitude do governo japonês de manter a rígida estrutura de funcionamento do mercado doméstico de bônus. O primeiro está relacionado às condições de financiamento dos setores que até então contavam com acesso privilegiado ao mercado - governo central e locais, Bancos de Longo Prazo e, principalmente, empresas estatais. Caso as empresas privadas japonesas pudessem de fato competir com esses segmentos, seria mais difícil para as autoridades controlar suas condições de financiamento. Em outras palavras, a forma de determinação do custo do endividamento direto para esses setores foi mantida relativamente isolada de movimentos de mercado (VINER, 1987:136,137).

Em segundo lugar, ao imprimir um ritmo lento à desregulamentação do mercado de bônus doméstico, o governo logrou atenuar, em alguma medida, o conflito entre as instituições pertencentes aos segmentos de crédito bancário e de intermediação de títulos. Esse conflito existiu desde os tempos do pós-guerra mas, nesse período, o domínio exercido pelos bancos sobre os fluxos de recursos no sistema econômico era algo consolidado e permanentemente reiterado pelo papel fundamental do crédito bancário no processo de expansão do investimento. A partir do momento em que esse contexto começou a se modificar e, em especial, que os bancos começaram a perder seus espaços cativos de rentabilidade, cada segmento de instituições passou a lutar de forma mais acirrada pela penetração em campos de atuação alheios.

Ao longo da década de 80, uma série de medidas de desregulamentação financeira abriu progressivamente o espaço competitivo entre esses segmentos, tanto nas operações com títulos públicos como privados. Contudo, o aumento do grau de concorrência foi substancialmente mais intenso nos campos em que a participação direta de instituições de menor porte não era significativa. E, ao que tudo indica, o fato de a ampliação da competição entre grandes bancos e *Securities Companies* no mercado de títulos privados

ter permanecido praticamente restrita às praças estrangeiras, em que a penetração das pequenas instituições é muito menos proeminente do que a das instituições de grande porte, garantiu ao governo condições mais adequadas de gerenciamento do conflito entre os segmentos. Isso porque a permissão para atuar com maior liberdade no exterior pôde ser "oferecida" às grandes instituições como contrapartida da manutenção de condições domésticas restritivas. Dessa forma, foi possível acomodar o conflito e assegurar o espaço das pequenas instituições, ou, ao menos, atenuar o ritmo de seu contato com condições de maior competição, o que preservou-as do enorme potencial de concorrência das instituições de maior porte, inclusive aquelas de origem estrangeira.

De qualquer forma, a possibilidade de acesso das empresas japonesas a condições flexíveis de emissão direta de títulos representou uma mudança importante em relação ao sistema de financiamento do pós-guerra, em que o recurso aos grandes bancos se apresentava praticamente como a única opção de financiamento. Convém salientar, entretanto, que a liberdade de lançar títulos no exterior veio apenas reforçar um processo que já vinha ocorrendo desde a década de 70, de redução da dependência do crédito bancário, o qual teve origem fundamentalmente a partir da mudança no próprio estágio de desenvolvimento da economia, caracterizado por menores taxas de inversão. Ocorre que o aumento da participação dos recursos gerados internamente, causa essencial da menor dependência junto aos recursos fornecidos pelos bancos, veio acompanhada de maior liberdade de gerenciamento financeiro por parte das empresas, e o aumento dos títulos emitidos diretamente dentro de suas fontes de financiamento é uma expressão importante desse fenômeno (TORRES, 1991:289-292).

Assim, da mesma forma que o contato dos *City Banks* com o Banco do Japão foi sendo cada vez mais determinado por movimentos de mercado, tornou-se mais frágil o outro elo da cadeia de monitoramento do crédito, baseado na ligação dos bancos com as empresas. É claro que, em muitos casos, as emissões de títulos no exterior por parte das empresas japonesas foram conduzidas pelos próprios *City Banks*, já que, como mencionado, o governo promoveu uma progressiva flexibilização das atividades dos bancos no sistema financeiro internacional, permitindo que enfrentassem a concorrência com as *Securities Companies* em condições de atuação mais livres. De qualquer forma,

entretanto, esta parece ser uma ligação de outra natureza, posto que não passa mais pela situação de dependência da empresa junto aos recursos do banco, mas sim por um contrato cuja ocorrência fica sujeita ao confronto com as condições oferecidas pelo mercado.

### 3.2 A Liberalização das Taxas de Juros

Retomando o que foi exposto no capítulo 2, as principais funções do esquema de controle das taxas de juros existente no Japão ao longo do pós-guerra foram facilitar a condução da política seletiva de crédito por parte do Banco do Japão e preservar a estabilidade da estrutura segmentada do sistema financeiro. A partir da segunda metade dos anos 70, contudo, teve início um movimento de progressiva flexibilização dos controles de taxas de juros. Esse processo, que se prolongou pela década de 80, ocorreu não apenas através da autorização, por parte do governo, para que instrumentos financeiros já existentes passassem a ser oferecidos a taxas de juros isentas de limites, como também pela permissão para que novos tipos de aplicações financeiras com juros livres fossem postos à disposição do público.

Entende-se aqui que o elemento fundamental por trás da liberalização das taxas de juros foi a necessidade de prover os grandes bancos de instrumentos financeiros atrativos, concedendo-lhes maior liberdade no gerenciamento de seu passivo num contexto em que seus espaços tradicionais de obtenção de lucros estavam se comprimindo progressivamente. É claro que não se pode negar as pressões exercidas pelos Estados Unidos para que o Japão retirasse os limites de taxas de juros, baseadas na alegação de que tais controles atuavam no sentido de impedir a apreciação do iene em relação ao dólar, além de garantirem uma vantagem aos bancos e empresas de origem japonesa em sua atuação no exterior, na forma de *funding* a custo baixo (KOO, 1993:86). No entanto, a existência dessa demanda por parte das autoridades norte-americanas parece, antes de tudo, ter reforçado o objetivo - essencialmente doméstico - de garantir melhores condições de atuação aos grandes bancos, mesmo porque, as conversações entre Estados Unidos e Japão com respeito ao reduzido grau de atratividade dos ativos financeiros

denominados em ienes tiveram início apenas em 1983, enquanto a flexibilização das taxas de juros começou a ocorrer já na segunda metade dos anos 70.

Em primeiro lugar, com a flexibilização dos fluxos de capitais ocorrida ao longo dos anos 80, o sistema financeiro japonês passou a estar sujeito a um maior grau de concorrência. Em particular, os ativos oferecidos pelas instituições financeiras locais passaram a ser crescentemente confrontados com alternativas no exterior. Embora esse processo tenha atingido o conjunto das instituições que operam no sistema, sem dúvida os grandes bancos foram relativamente mais prejudicados. Isso porque o acesso às praças estrangeiras foi um processo de natureza gradual, em que os primeiros agentes contemplados eram aqueles de maior porte, justamente os clientes preferenciais dos *City Banks*.

Em segundo lugar, a partir da redução da demanda de crédito por parte das grandes empresas, os bancos viram diminuir a captação associada aos depósitos constituído em contrapartida à obtenção de empréstimos (os saldos compensatórios). Além disso, a própria necessidade de tornar mais atrativas as condições de concessão de crédito levou os bancos a reduzirem a obrigatoriedade desses depósitos (FRANKEL & MORGAN, 1991:11,36,37). Dessa forma, os grandes bancos viram enfraquecer seu poder de captar depósitos a custo baixo junto às empresas clientes, seja porque sua demanda de crédito se reduziu, seja porque outros intermediários financeiros, em geral sediados no exterior, ofereciam condições de financiamento mais atrativas, o que em alguma medida deve ter obrigado o sistema bancário doméstico a rever seu padrão de atuação com relação às exigências de reciprocidade.

O primeiro passo para a liberalização dos juros foi o já mencionado reconhecimento oficial da existência do *Gensaki*, mercado no qual os *City Banks* sempre se mantiveram na posição de tomadores líquidos de recursos (ver Tabela 23). O segundo passo foi dado em 1979, com a autorização para que os bancos emitissem Certificados de Depósito Negociáveis (CDs) sem limites de taxas de juros. Inicialmente, esses instrumentos apenas estavam disponíveis para grandes aplicadores, sendo estendidos a investidores de menor porte nos anos seguintes.

A partir de 1985, o processo recebeu novo impulso com a liberalização dos juros dos depósitos a prazo de grandes quantias (*Large Time-Deposits*) oferecidos pelos bancos. Também foram criados os *Money Market Certificates*, aplicações financeiras com prazo mínimo de um mês e máximo de um ano e juros determinados a partir das taxas dos CDs (CD menos 0,75% no caso de MMCs com prazo até um ano e CD menos 0,5% para aqueles com prazo superior a um ano) (USUKI, 1990:05). Esse novo momento ocorreu já sob pressão dos Estados Unidos, fazendo parte da série de medidas que o Japão se comprometeu a tomar para viabilizar a valorização do iene, que serão objeto de comentário mais detalhado na seção a seguir.

Como mencionado anteriormente, os tetos de juros desempenhavam um papel importante no sentido de limitar a concorrência entre os bancos, preservando, assim, a estabilidade do sistema e sua estrutura segmentada. Em função disso, a liberalização foi feita de maneira gradual, restringindo-se, inicialmente a depósitos com limites mínimos de aplicação muito elevados, sendo paulatinamente estendida a depósitos de menores quantias. Também foram impostos tetos de emissão como proporção do patrimônio líquido das instituições, os quais foram sendo gradativamente aumentados, como mostra o **Quadro 3**.

Assim, inicialmente, apenas uma proporção muito reduzida do passivo bancário ficou sujeita à concorrência dada pelos juros livres, o que funcionou como um protetor não só às instituições menores, para as quais esse tipo de depósito permaneceu durante longo período tendo uma importância bastante reduzida na base de captação, mas também aos próprios *City Banks*, dado o impacto gradual da flexibilização sobre o custo de seu passivo (ver **Tabela 28**) (TAKEDA & TURNER, 1992:41).

Procurando se adequar à flexibilização dos juros de parcela crescente do seu passivo, os bancos decidiram alterar o sistema de determinação da taxa de juros básica para empréstimos (*prime rate* de curto prazo). A partir de 1989, essa taxa deixou de estar vinculada às taxas oficiais de redesconto, passando a ser referenciada ao custo do passivo dos bancos (USUKI, 1990:13).<sup>15</sup>

---

15 É interessante notar que nenhum autor pesquisado se refere a esse acontecimento como parte da liberalização das taxas de juros. Ainda que a mudança no cálculo da *prime rate* dos bancos sempre seja

Quadro 3

## Desregulamentação das Taxas de Juros dos Depósitos Bancários

Ano/Tipo		CDs			MMCs			Depósitos a Prazo		MMCs/peq. quantias	
		Aplicação Mínima	Prazo (meses)	Limite de Emissão	Aplicação Mínima	Prazo (meses)	Limite de Emissão	Aplicação Mínima	Prazo (meses)	Aplicação Mínima	Prazo (meses)
1979	mai	Y 500mi	3 - 6								
1980	abr			25% PL							
1981				50% PL							
1983	fev										
1984	jan	Y 300mi		75% PL							
	abr										
1985	mar			100% PL	Y 50 mi	1 - 6	75% PL				
	abr	Y 100 mi	1 - 6	150% PL							
	out			200% PL		1 - 12	150% PL	Y 1 bi	3 - 24		
1986	abr		1 - 12				200% PL	Y 500 mi			
	set			250% PL	Y 30 mi	1 - 24	250% PL	Y 300 mi			
1987	abr			300% PL	Y 20 mi		300% PL	Y 100 mi			
	out			abolido	Y 10 mi		abolido		1 - 24		
1988	abr	Y 50 mi	2 sem- 2 anos					Y 50 mi			
	nov							Y 30 mi			
1989	abr							Y 20 mi			
	jun									Y 3 mi	6 - 12
	out				eliminado			Y 10 mi			3 - 36
1990	abr									Y 1 mi	
	nov										
1991	abr									Y 0,5 mi	
	nov							Y 3 mi	3 - 36		
1992	jun									abolido	

Fonte: TAKEDA & TURNER (1992:121).

Do ponto de vista da condução das políticas monetária e creditícia, a liberalização das taxas de juros se adequa perfeitamente às mudanças ocorridas na política de reservas bancárias operada pelo Banco do Japão por ocasião das medidas de flexibilização ocorridas no mercado de bônus, da forma como descrito na seção 3.1.1. Na prática, ambos os processos podem ser vistos como parte de um mesmo fenômeno: a progressiva redução do grau de discricionariedade na atuação da autoridade monetária em prol de uma política mais voltada para o controle global do crédito.

objeto de comentário quando se reporta este processo, os autores que tratam do período recente simplesmente não consideram que as taxas de juros dos empréstimos bancários eram de fato sujeitas a controles por parte do governo. Em alguma medida, isso reforça a noção de que os limites de taxas de juros dos empréstimos bancários não eram, em si, fundamentais dentro do conjunto de regulamentações do sistema financeiro do pós-guerra, como procurou-se desenvolver no capítulo 2.

Tabela 28

## Depósitos a Juros Livres/Depósitos Totais\*

Ano	City Banks	Bancos Regionais	Shinkin Banks
1975	0,0%	0,0%	0,0%
1980	8,5%	0,2%	0,1%
1985	16,4%	8,0%	1,9%
1986	21,5%	11,6%	3,4%
1987	32,8%	18,8%	8,9%
1988	42,8%	27,4%	15,6%
1989	57,1%	41,8%	28,1%
1990	65,7%	56,1%	49,3%
1991	61,6%	52,9%	44,8%
1992	59,0%	49,1%	40,6%

Nota: \* depósitos a juros livres incluem: Depósitos a Prazo a Taxas Livres, Money Market Certificates, Certificates of Deposits, Depósitos em Moeda Estrangeira e Depósitos de não-Residentes denominados em lenes.

Observação: esta tabela foi elaborada a partir de gráfico apresentado em TAKEDA & TURNER (1992:40).

Fonte: BANK OF JAPAN, ECONOMIC STATISTICS ANNUAL (1992).

Uma parcela cada vez maior dos instrumentos financeiros passou a ter sua rentabilidade formada a partir de movimentos de mercado, provavelmente porque identificou-se que seria adequado aumentar a concorrência via preço no sistema financeiro. Nesse novo arranjo institucional, o banco central figura como um entre vários participantes a influenciar o custo de obtenção de recursos. Este custo responde, no limite, à sua atuação, posto que esse agente, diferentemente dos demais, detém o poder de criar reservas bancárias. No entanto, trata-se de um contexto em que não há mais espaço para que a política monetária seja, ao mesmo tempo, uma política de crédito seletivo e de controle do custo do financiamento das instituições financeiras. Como já foi dito, a política monetária passou a estar crescentemente voltada para influenciar o preço dos recursos no sistema econômico e a sua dimensão seletiva ficou restrita a determinados setores do sistema financeiro, basicamente as instituições financeiras públicas e as instituições especializadas de crédito.

### 3.3 A Remoção dos Controles de Capitais

Como explorado no capítulo 2, o controle exercido pelo governo japonês sobre os fluxos de recursos com o exterior era praticamente absoluto no período do pós-guerra. As restrições cumpriram a função de garantir o equilíbrio das contas externas do país e de servir aos objetivos da política industrial (através de controle sobre importações e sobre a entrada de investimentos estrangeiros). Além disso, os controles também limitaram fortemente os movimentos autônomos das contas externas, uma vez que as saídas e entradas de capitais requeriam autorização prévia. Ademais, quando não era possível limitar os movimentos de caráter autônomo, caso de exportações, por exemplo, a regulamentação operou no sentido de restringir ao máximo seus impactos internos, através do exercício de controle sobre as divisas produto das transações correntes. Esse conjunto de restrições constituiu condição essencial do sucesso da política de crédito e da gestão monetária operada pelas autoridades, na medida que isolou o processo de determinação da quantidade e do custo do crédito na economia dos fenômenos externos.

Durante os anos 70, a política do governo japonês com relação aos movimentos de capitais refletiu, de certa forma, o fato de que o superávit em conta corrente ainda não tinha se consolidado como uma tendência permanente, tal como viria a ocorrer na década de 80. Assim, ainda que o sentido geral da política de controle de capitais nesse período tenha sido o da abertura financeira, as mudanças na regulamentação oscilaram entre a liberalização e a restrição aos fluxos, uma vez que foram determinadas pelo comportamento das contas externas sob o impacto dos dois choques do petróleo e dos movimentos especulativos associados ao fim do regime de *Bretton Woods* (TAKEDA & TURNER, 1992:15,16).

Já nos anos 80, o acúmulo de superávits em conta corrente criou a necessidade de abertura de canais para que os acréscimos de reservas pudessem retornar ao exterior. Mantidas as restrições à compra de divisas por agentes japoneses, o Banco do Japão se veria obrigado a adquirir um volume crescente de moeda estrangeira para manter estável a taxa de câmbio, que, do contrário, tenderia a se apreciar, o que poderia prejudicar o superávit. Contudo, a compra das divisas pela autoridade monetária levaria à necessidade

de aumento do endividamento público para contrarrestar o impacto monetário expansionista.

Dada a forte resistência do Japão em promover uma abertura comercial que pudesse dar espaço a um aumento da demanda por divisas decorrente de importações, a liberalização dos movimentos de capitais, em especial, a quebra do monopólio cambial do Banco do Japão, seria a única forma de o governo "dividir" com o setor privado a tarefa de esterilizar o superávit.

Por outro lado, a partir de 1983/84, as pressões exercidas pelo governo norte-americano junto ao Japão para a redução do desequilíbrio comercial entre os dois países passaram a se concentrar nas questões financeiras, sob o argumento de que o isolamento do mercado financeiro japonês estaria impedindo o ajuste das taxas de câmbio aos movimentos dos balanços de pagamentos.<sup>16</sup>

Mais especificamente, em princípio, o acúmulo de superávits por parte do Japão contra os Estados Unidos deveria conduzir a uma valorização do iene em relação ao dólar, ao que se seguiria o reequilíbrio das balanças comerciais. Todavia, o baixo grau de abertura dos mercados financeiros japoneses aos movimentos de capitais estaria impedindo a internacionalização do iene, ou seja, o uso mais intenso da moeda japonesa como moeda denominadora e meio de pagamento das transações internacionais e, principalmente, como reserva de valor. Em outras palavras, dados os obstáculos à contratação de passivos e à posse de ativos denominados em ienes por agentes estrangeiros, a divisa japonesa seria, na prática, um ativo pouco líquido, o que impediria que a demanda pela moeda pudesse se comportar de acordo com o que ditariam os movimentos das contas externas japonesas (SHINKAY, 1988:249).

---

16 A mudança do foco de pressão coincidiu com o período final da política do "dólar forte", através da qual um elevado diferencial de juros em favor dos EUA resultou numa intensa apreciação do dólar em relação ao iene. Nesse período, a pressão norte-americana sobre o Japão para tentar reduzir o superávit japonês centrou-se nas questões comerciais e relativas ao Investimento Direto Estrangeiro. A partir de 1983, as questões financeiras passaram a ser enfocadas e, a partir de 1986, a política macroeconômica e seu efeito sobre a absorção doméstica, o que implicitamente envolvia outro aspecto da reforma financeira no Japão, ligado à pequena importância do sistema de crédito ao consumo e habitacional (CARGILL & ROYAMA, 1988:16,17).

As pressões norte-americanas pela liberalização financeira visando um maior grau de internacionalização do iene acabaram resultando num acordo entre os dois países, celebrado em 1984, o *US-Japan Accord*, no qual o Japão se comprometeu a promover uma série de mudanças que pudessem elevar a demanda internacional pela divisa.

A liberalização dos movimentos de capitais no Japão, portanto, foi pautada por objetivos contraditórios. De um lado, era preciso criar condições adequadas de manutenção do superávit em conta corrente. Isso não só requeria a criação de mecanismos que pudessem preservar o controle monetário doméstico dos impactos das contas externas, mas envolvia, em alguma medida, dificultar uma apreciação pronunciada do iene, ou, ao menos, impedir seu *overshooting*, isto é, uma valorização forte e repentina. De outro lado, era preciso atender às reivindicações dos Estados Unidos com relação ao isolamento do sistema financeiro doméstico e à resistência do Japão quanto à valorização do iene através da ampliação do uso internacional da moeda.

Um elemento essencial para estimular os movimentos de capitais foi a flexibilização das transações no mercado de câmbio. A primeira medida nesse sentido foi a revisão da Lei Cambial em 1980, que tornou as transações cambiais "livres em princípio", invertendo a regra vigente até então (transações cambiais vedadas, a não ser mediante autorização legal específica ou diretiva do governo). Entretanto, o governo não apenas assegurou o direito de reimpor os controles sobre as transações através de uma cláusula na nova lei, como obrigou à notificação prévia das operações (e, em alguns casos, a necessidade de aprovação), mantendo, assim, o espaço para o exercício de persuasão oficial, caso fosse necessário (TAKEDA & TURNER, 1992:17).

O grande impulso às transações cambiais foi dado em 1984, através de duas medidas. A primeira foi a eliminação do "princípio da demanda real", que limitava as operações no mercado futuro de câmbio àquelas baseadas em transações comerciais. Essa flexibilização instituiu a possibilidade de realização de *hedge* para posições cambiais em geral e não apenas aquelas ligadas ao comércio exterior. A outra medida foi a remoção do limite das chamadas "posições abertas em moeda estrangeira" dos bancos autorizados a operar com câmbio, o que proporcionou um significativo impulso aos mercados de divisas

estrangeiras à vista e futuro<sup>17</sup>. A partir daí, os bancos permaneceram apenas com um limite global de exposição em moeda estrangeira, o qual foi consideravelmente elevado nos anos seguintes por iniciativa do Ministério das Finanças (OSUGI, 1990:15-17).

Ao lado da desregulamentação no mercado de câmbio, a liberalização do movimento de capitais se deu em quatro outras frentes: introdução de instrumentos financeiros denominados em moeda estrangeira no sistema financeiro doméstico; acesso de agentes domésticos a instrumentos financeiros disponíveis no exterior; permissão para que agentes estrangeiros se utilizassem de instrumentos financeiros disponíveis no sistema financeiro doméstico; e criação do mercado de euroiênes. O **Quadro 4** traz um resumo das medidas.

Um aspecto a ser destacado com relação ao resultado das medidas de flexibilização dos movimentos de capitais é que, aparentemente, seu maior avanço ocorreu no âmbito da "saída" dos agentes japoneses para o sistema financeiro internacional. Em outras palavras, investidores e tomadores de origem japonesa passaram a fazer uso intenso de instrumentos financeiros disponíveis no exterior, mas o grau de internacionalização do sistema financeiro japonês permaneceu muito reduzido (SHINKAY, 1988:257).

Uma indicação desse fenômeno é fornecida pelos dados da **Tabela 29**, que permite comparar o comportamento dos investidores estrangeiros nos mercados domésticos de ações e bônus com o comportamento dos investidores japoneses nos mercados estrangeiros de *securities*. Os dados mostram que as aquisições, por parte de agentes domésticos, de títulos emitidos no exterior superaram recorrentemente as compras realizadas por investidores estrangeiros de *securities* lançadas no Japão. A tabela também traz o movimento de lançamentos de bônus no exterior por agentes japoneses, muito superior às emissões de bônus no sistema financeiro doméstico por estrangeiros.

---

17 Uma "posição aberta" em moeda estrangeira corresponde a um descasamento de moeda, ou seja, um ativo em moeda estrangeira com um passivo correspondente em moeda doméstica ("posição comprada"), ou, vice-versa, um ativo em moeda doméstica com um passivo correspondente em moeda estrangeira ("posição vendida"). A posição aberta pode ser à vista ou futura. No primeiro caso, por exemplo, um banco japonês sediado no Japão capta dólares no exterior e os converte em iênes ("posição vendida" à vista). Ou, ao contrário, capta iênes no mercado doméstico e os converte em dólares ("posição comprada" à vista). No segundo caso, o banco constitui uma posição devedora de dólares no mercado futuro ("posição vendida" futura), ou credora ("posição comprada" futura) (OSUGI, 1990:17).

Quadro 4

Evolução da Flexibilização dos Movimentos de Capitais

Ano	Instrumentos denominados em moeda estrangeira no SF japonês	Acesso de agentes domésticos a instrumentos no exterior	Acesso de agentes estrangeiros a instrumentos no SF japonês	Criação do euromercado
1980	permissão para que agentes japoneses realizem depósitos remunerados em moeda estrangeira nos bancos			
1981				permissão para que subsidiárias estrangeiras de bancos japoneses realizem empréstimos em eurolene para o financiamento do comércio exterior japonês
1982		definição de critérios para emissão de bônus não colateralizados por agentes japoneses em mercados estrangeiros pré determinados		
1983		permissão para que o sistema de poupança postal realize investimentos em bônus no exterior	aumento do volume máximo de emissão de CDs ienes por bancos estrangeiros	
1984	permissão para que <i>securities companies</i> transacionem commercial papers e CDs em moeda estrangeira no sistema financeiro doméstico		<p>bancos estrangeiros operando no Japão há 5 anos passam a ingressar o sindicato de subscrição de títulos públicos</p> <p>flexibilização das regras aplicadas aos Samurai Bonds (bônus em iene emitido por não-residente)</p> <p>aumento do volume máximo de empréstimos de médio e longo prazo em ienes realizados por bancos no Japão a não-residentes</p>	<p>liberalização das emissões de bônus em euroienes por não-residentes (tomadores <i>rating</i> "A", no mínimo)</p> <p>bancos japoneses e estrangeiros podem emitir CDs em eurolene de curto prazo (vedado o repasse dos recursos a residentes)</p> <p>remoção dos limites para transações em euroienes através de contas <i>inter-office</i></p>
1985		City Banks são autorizados a emitir bônus conversíveis em moeda estrangeira (somente para a aquisição de computadores; concessão de empréstimos vedada, sob pressão dos Bancos de Longo Prazo)	<p>nove bancos estrangeiros são autorizados pelo MoF a atuarem como <i>trust banks</i> no Japão sob acordo de reciprocidade com os EUA</p> <p>bancos europeus sob sistema de "banco universal" são autorizados pelo MoF a estabelecer filiais de <i>securities companies</i> no Japão para garantir reciprocidade</p>	<p>não-residentes são isentos de tributação incidente sobre bônus em euroienes emitidos por residentes</p> <p>liberação de empréstimos de médio e longo prazo em euroienes para não-residentes (vedado o repasse de empresa subsidiária para matriz)</p>

Quadro 4 (cont.)

Ano	Instrumentos denominados em moeda estrangeira no SF japonês	Acesso de agentes domésticos a instrumentos no exterior	Acesso de agentes estrangeiros a instrumentos no SF japonês	Criação do euromercado
1986		<p>desregulamentação das compras de <i>securities</i> estrangeiras por investidores institucionais japoneses:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>* CIAS Seguradoras: 30% do ativo (antes 10%)</li> <li>* <i>Trust Banks</i>: permissão para aquisição dos títulos (30% do ativo)</li> <li>* <i>Securities Investment Trusts</i>: ativos em moeda estrangeira podem representar 50% do ativo total (antes 30%)</li> <li>* Cooperativas de Crédito: permissão para aquisição dos títulos (30% do ativo)</li> <li>* Cooperativas Agrícolas: permissão para que 47 instituições adquiram títulos em valor de no máximo 2% do total de depósitos</li> <li>* <i>kanpo</i> (Seguro de Vida Público): eliminação das restrições para o crescimento do montante de títulos em relação ao volume de</li> </ul>		<p>introdução de sistema de <i>credit-rating</i> como padrão de qualificação para emissões de bônus em euros por não residentes (classificação mínima: risco "A")</p> <p>CDs em euro têm seus prazos máximos ampliados de 6 meses para um ano</p>
1987				<p>criação do mercado de <i>commercial papers</i> em euro (vedadas vendas a residentes no caso de emissões de subsidiárias de empresas japonesas; vedadas vendas a residentes nas duas semanas após a emissão)</p>
1988	Financial and Futures Law, permitindo a criação de mercados futuros em moeda estrangeira	<p>sistema de poupança postal é autorizado a aumentar progressivamente seus investimentos em ativos financeiros estrangeiros</p> <p>autorização para que residentes se utilizem de mercados futuros no exterior</p>	<p>flexibilização das restrições à emissão de <i>commercial papers</i> por não-residentes no mercado doméstico (Samurai CP)</p> <p>O Mof eleva a parcela de subscrição de bônus do governo de 10 anos para as instituições financeiras estrangeiras (de 2,5% para 8,0% do volume mensal colocado)</p>	<p>flexibilização das restrições à emissão de <i>commercial papers</i> em euros por não-residentes</p>

Quadro 4 (cont.)

Ano	Instrumentos denominados em moeda estrangeira no SF japonês	Acesso de agentes domésticos a instrumentos no exterior	Acesso de agentes estrangeiros a instrumentos no SF japonês	Criação do euromercado
1989	introdução das transações futuras de bônus do governo norte-americano na Bolsa de Tóquio  criação do Mercado Internacional Futuro de Tóquio, oferecendo depósitos depósitos futuros em eurodólares, depósitos futuros em eurolenes de 3 meses, além de tuturos iene/dólar			

Fonte: Takeda & Turner (1992), Düser, (1987), Osugi (1990), Suzuki (1986)

Tabela 29

## Investimentos em Securities: Japão x exterior

US\$ bi

Tipo/Ano	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Fluxo Líquido de Investimento*	30,4	53,1	120,9	131,6	108,6	109,4	34,0	5,2	32,3
Invest. do Japão em securities no exterior*	26,7	54,5	99,4	89,8	88,8	112,0	35,3	71,8	32,6
ações	0,0	1,0	7,0	16,9	3,0	17,9	6,3	3,6	-3,0
bônus	26,7	53,5	92,4	72,9	85,8	94,1	29,0	68,2	35,6
Invest. estrangeiro em securities no Japão*	3,7	-1,4	21,5	41,8	19,8	-2,6	-1,3	-66,6	-0,3
ações	7,2	3,1	19,4	48,5	-1,8	1,2	16,1	-45,3	-8,5
bônus	-3,5	-4,5	2,1	-6,7	21,6	-3,8	-17,4	-21,3	8,2
Emissões de bônus no exterior por residentes	12,6	16,5	23,5	37,3	44,1	68,3	39,4	65,7	49,7
Emissões de bônus no Japão por não-residentes	4,8	6,1	4,7	4,3	6,7	9,7	8,1	5	9,1

Nota: \* um sinal positivo indica saída líquida.

Observação: dados de fluxo

Fonte: BANK OF JAPAN, Economic Statistics Annual

É bastante provável que o ritmo lento com que se procedeu à liberalização em alguns mercados financeiros domésticos, em que várias regras e práticas restritivas muitas vezes não explícitas foram mantidas, tenha dificultado o acesso de aplicadores e tomadores estrangeiros. De fato, o confronto entre as condições dos mercados domésticos e a flexibilidade de atuação existente no exterior seguramente desempenhou papel importante no movimento de saída de investidores e tomadores japoneses, sendo a evolução do mercados de bônus o exemplo mais visível desse processo.

À crescente facilidade de atuação de tomadores e investidores japoneses no exterior decorrente do processo de remoção dos controles de capitais agregou-se um novo cenário internacional, inaugurado com a assinatura do Acordo do Plaza em 1985. A partir daquele momento, os governos dos principais países desenvolvidos se comprometeram a promover o *soft landing* do dólar, ou seja, a desvalorização gradual da moeda norte-americana em relação às demais divisas. Nesse contexto, o governo japonês procurou

adotar uma política monetária que contrarrestasse os efeitos recessivos da apreciação do iene sobre uma economia cujo crescimento era, em grande parte, sustentado pelas exportações. Assim, a taxa de redesconto do Banco do Japão foi reduzida de 5% a.a. em 1985 para 3% a.a. em 1986, permanecendo em 2,5% a.a. em 1987 e 1988, enquanto os Estados Unidos mantiveram os juros dos *federal funds* em 7,5%, 5,5%, 6% e 6,5% ao ano entre 1985/88. Vale dizer, a partir de 1985 configurou-se um elevado risco cambial associado aos passivos denominados em ienes, cujo custo tornou-se decrescente, ao mesmo tempo em que os ativos em dólares ampliaram o diferencial de juros a seu favor, provavelmente sob o intuito do *Federal Reserve Bank* de compensar a expectativa de desvalorização da divisa norte-americana.

O movimento das contas externas do Japão ao longo dos anos 80 refletiu em grande medida a conjugação desses dois elementos, isto é, a convivência entre diferentes graus de avanço da desregulamentação financeira doméstica e externa e a perspectiva de desvalorização do dólar/apreciação do iene.

Como se pode observar pela **Tabela 30**, a partir da segunda metade dos anos 80, o Japão foi registrando acréscimos substanciais em sua posição credora contra o resto do mundo. 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.

Com relação a esse movimento, dois aspectos merecem ser destacados. Em primeiro lugar, a maior parte dos investimentos estrangeiros nesse período correspondeu a aquisições de *securities*. Os fluxos de investimento direto apenas ganharam impulso em 1988, mas mesmo assim ainda representavam 50% dos investimentos em *securities*. Em 1989, esse quadro se reverteu completamente.

Em segundo lugar, durante a década de 80, 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 foi insuficiente para financiar as aquisições de ativos estrangeiros feitas por agentes domésticos (NAKAO, 1995:62).

Tabela 30

## Contas Externas do Japão

US\$ mi

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
Balanco 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%

Observação: dados de fluxo, exceto "Operações Bancárias", que correspondem à variação do ativo/passivo (-/+) líquido

Nota: um sinal negativo corresponde a uma saída líquida de capital.

Fonte: Dados extraídos em NAKAO (1991:10,62).

Por sua vez, o déficit do balanço de pagamentos foi financiado pela contratação de dívida de curto prazo pelos bancos autorizados a operar com moeda estrangeira.<sup>18</sup> A Tabela 30 mostra que 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 de US\$ 71,8 bilhões em 1987. Em 1989, o crescimento foi inferior e em 1990, o endividamento de

18 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 (SUZUKI, 1986:128).

curto prazo do Japão contraído através de aumento do passivo bancário começou a se reduzir.

De acordo com NAKAO (1995:63), 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 se ampliou 4,5 vezes no período entre 1985 e 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 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.

Com relação ao comportamento da conta de capital, de acordo com KOO (1993:84,85) e GLICK (1991:13), a elevada demanda de investimentos financeiros pode ser atribuída à conjugação das altas taxas de juros existentes no exterior em comparação às domésticas com as especificidades da regulamentação dos serviços oferecidos por alguns investidores institucionais. As companhias de seguros de vida somente podem pagar prêmios aos segurados com base em ganhos relativos a juros e dividendos, regra que visa impedir que atuem na busca de obtenção de ganhos de capital, dado o caráter especulativo desse comportamento.

Sob essa argumentação, em princípio a demanda deveria ter sido muito mais intensa na primeira metade da década de 80 do que na segunda, já que, naquele período, as elevadas taxas de juros nos Estados Unidos se combinaram à força do dólar (de fato, o patamar dos juros constituiu a base da manutenção da sobrevalorização da moeda norte-americana). Contudo, como mostra o **Quadro 4**, a partir de 1986, teve início um grande aprofundamento da flexibilização das regras relativas às aquisições de *securities* estrangeiras promovido pelo Ministério das Finanças japonês, em que os investidores institucionais foram especialmente contemplados (KOO, 1993:86). A **Tabela 31** permite

constatar que os investidores institucionais japoneses elevaram expressivamente a participação de *securities* estrangeiros em suas carteiras.

Tabela 31

## Participação de Títulos Estrangeiros nas Carteiras de Investidores Institucionais

País/Ano	(em %)							
	1980	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
<b>Japão</b>								
. Companhias de Seguro de Vida	9,0	26,4	28,9	31,4	31,1	33,9	30,0	28,4
. Companhias de Seguro (outros)	7,4	19,4	21,5	21,5	22,3	26,1	29,1	28,5
. Trust Accounts dos Bancos	2,2	14,0	17,1	16,7	15,3	17,0	19,4	22,1
. Seguro de Vida Postal	0,0	6,7	9,2	11,2	11,3	11,2	11,6	12,1
. Norinchukin Bank	4,3	10,3	14,8	15,0	18,3	20,7	22,7	32,6
<b>Estados Unidos</b>								
. Fundos de Pensão Privados	1,0	3,0	4,0	4,0	4,0	4,1	4,2	5,2
<b>Canadá</b>								
. Companhias de Seguro de Vida	2,1	2,2	2,8	3,4	2,4	2,7	2,3	2,7
. Fundos de Pensão	6,1	6,6	7,0	6,6	6,8	6,8	6,0	7,6
<b>Itália</b>								
. Companhias Seguradoras	11,7	10,1	8,1	8,4	10,4	n.d.	11,6	9,7
<b>Reino Unido</b>								
. Companhias Seguradoras	6,9	17,3	19,7	15,7	17,7	22,3	20,7	n.d.
. Fundos de Pensão	10,3	17,8	19,5	15,8	20,9	25,4	23,6	n.d.
<b>Bélgica</b>								
. Companhias Seguradoras e Fundos de Pensão	1,7	3,3	3,8	3,3	2,8	3,9	3,3	n.d.
<b>Suécia</b>								
. Companhias Seguradoras	n.d.	n.d.	n.d.	1,5	1,6	4,1	10,4	12,5
<b>Holanda</b>								
. Companhias Seguradoras	5,2	10,3	11,0	11,0	11,4	10,1	9,3	10,3
. Fundos de Pensão Privados	10,6	13,8	17,6	18,0	19,3	21,3	21,1	23,5
. Fundos de Pensão Públicos	1,7	2,8	3,0	3,3	3,7	4,2	5,2	5,7

Fonte: TAKEDA & TURNER (1992:20)

Outro aspecto importante para explicar a aquisição de ativos financeiros estrangeiros se refere ao fato de que o Ministério das Finanças fez uso intenso de persuasão moral para impedir uma fuga do dólar por parte dos investidores japoneses (OSUGI, 1990:20). Do ponto de vista das autoridades japonesas, a necessidade de impedir o colapso da divisa norte-americana estava ligada essencialmente às repercussões

negativas da apreciação forte e repentina do iene sobre a balança comercial do Japão e aos efeitos da desvalorização do dólar sobre o valor dos ativos estrangeiros dos agentes japoneses.

O uso da persuasão moral, expediente cuja força não deve ser desprezada no Japão, parece ter embutido justificativas interessantes. Segundo KOO (1993:96): “O MoF [Ministério das Finanças] exaltava o bem que os Estados Unidos haviam feito ao Japão após a guerra e a importância da manutenção do dólar pelo Japão para impedir o total colapso do sistema financeiro mundial. Para muitos profissionais das instituições financeiras japonesas que viveram durante os anos do pós-guerra, este era um argumento difícil de ignorar. Embora grande parte dos jovens gestores de fundos não estivesse presente quando os Estados Unidos reconstruíram o Japão após a guerra, muitos ouviram histórias de seus pais e se sentiam obrigados a permanecer em dólares da mesma forma. Alguns deles de fato afirmavam que estavam pagando de volta a dívida de seus pais”.

Um elemento essencial desse processo foi o fato de que os investidores domésticos contaram com uma série mecanismos de redução do risco cambial associado às posições em moeda estrangeira. Em primeiro lugar, as aquisições e vendas brutas de bônus estrangeiros por parte dos agentes japoneses foram sempre muito superiores aos montantes de investimento líquido nesses títulos, indicando que estes procuraram recorrentemente realizar ganhos ante a perspectiva de apreciação do iene (NAKAO, 1995:30).

Em segundo lugar, além de se utilizarem de contratos a termo e futuros, os investidores japoneses financiaram parte de suas aquisições de títulos no exterior através de passivos denominados em moeda estrangeira. O movimento de endividamento dos bancos japoneses em moeda estrangeira foi, em grande medida, a contrapartida das necessidades de *hedge* dos investidores japoneses.

Em outras palavras, não se pode afirmar que os investidores japoneses necessariamente incorreram em perdas em suas posições em ativos estrangeiros na proporção da apreciação do iene. Ao contrário, é possível que eles tenham desempenhado o papel de grandes especuladores contra a divisa norte-americana.

NAKAO (1993:72), citando as conclusões de um relatório do BIS afirma que “as principais características das atividades internacionais dos bancos japoneses nesse período foram: 1) as operações inter-fronteiras com suas agências estrangeiras e afiliadas respondiam por mais de 50% do total de seus empréstimos internacionais; e 2) mais de 80% dos empréstimos a clientes outros que não bancos eram destinados a tomadores localizados no Japão”. Assim, parte da captação de curto prazo dos bancos japoneses no exterior foi destinada a financiar o passivo de longo prazo dos investidores domésticos, minimizando o risco cambial de suas carteiras.

Ao longo do processo de remoção dos controles dos fluxos de capitais, o governo japonês foi perdendo os canais pelos quais exercia o controle do preço e do destino dos fluxos de recursos e o aumento do caráter especulativo do sistema. No período do pós-guerra, as taxas internas de juros eram altas em comparação às externas, mas o acesso aos sistemas financeiros estrangeiros era completamente vedado e esse foi um dos elementos essenciais da seletividade do fornecimento de crédito na economia. No período recente, ao contrário, as taxas de juros domésticas se mantiveram mais baixas em relação às do exterior e a possibilidade de obter ganhos nominais elevados, aberta a partir da remoção dos controles de capitais, foi largamente utilizada por distintos agentes. Em alguns casos, essa possibilidade foi combinada com o uso de mecanismos de proteção contra o risco cambial. Mas isso refletiu uma divergência entre os objetivos da política macroeconômica e a forma de atuação dos agentes que procuraram se proteger, uma vez que, enquanto às autoridades monetárias coube o papel de defesa do dólar, o conjunto de ações voltados para fornecer *hedge* aos agentes operou em sentido contrário.

Em especial, a atuação dos bancos japoneses não se resumiu às operações “casadas”, caracterizadas pelo simples repasse de divisas a investidores interessados em adquirir ativos estrangeiros. Tampouco o movimento de endividamento externo em dólar se restringiu aos bancos. Como será explorado no capítulo 4, bancos e empresas de origem japonesa constituíram passivos líquidos denominados em moeda estrangeira aproveitando-se das vantagens cambiais associadas à aplicação dos recursos no sistema financeiro doméstico, num movimento impulsionado pela valorização das cotações no mercado de ações japonês na segunda metade da década de 80.

## CAPÍTULO 4

### DESDOBRAMENTOS DA LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA

No capítulo 3 foram apresentadas as mudanças ocorridas nos principais segmentos do sistema financeiro japonês sob o processo de liberalização financeira. Tais mudanças tiveram como denominador comum o fato de terem contribuído para o surgimento e consolidação de vários mecanismos característicos de uma gestão predominantemente macroeconômica, em detrimento das vias seletivas de condução da política de crédito que caracterizaram o sistema de financiamento das grandes empresas do pós-guerra. Nesse contexto se inserem o progressivo fortalecimento das taxas de juros e de câmbio como metas de política econômica, ocorrido em função da criação do mercado aberto de títulos públicos, da retirada dos controles sobre os juros dos passivos das instituições financeiras e da abertura dos canais de movimentação de recursos com o exterior<sup>1</sup>.

Neste capítulo procura-se mostrar alguns impactos do processo de liberalização financeira sob o ângulo dos padrões de atuação dos *City Banks* e das grandes empresas. Em seguida, apresenta-se uma breve descrição do movimento que praticamente sintetizou os efeitos mais importantes da liberalização: o processo especulativo ocorrido nos mercados acionário e imobiliário japoneses entre 1986 e 1990.

#### 4.1 Mudanças na Estratégia Financeira das Empresas e dos Bancos

Como mencionado anteriormente, o padrão de financiamento das empresas japonesas começou a se modificar a partir do primeiro choque do petróleo. As corporações desaceleraram seus níveis de investimento e isso implicou reduzir a participação dos empréstimos bancários no total de suas fontes de recursos. Em função disso, abriu-se uma brecha para que se alterasse a posição até então dependente que as empresas ocupavam em sua relação com o sistema bancário (TORRES, 1991:291).

---

<sup>1</sup> Para uma análise aprofundada do novo caráter das políticas macroeconômicas nas economias desenvolvidas nos anos 80, ver MIRANDA (1992).

Esse processo foi reforçado nos anos 80, uma vez que os elevados níveis de rentabilidade das empresas durante a década permitiram que sua geração interna de recursos aumentasse de forma praticamente contínua. Como pode ser visto pela Tabela 32, em termos de fluxos, ou seja, considerando-se o volume total de recursos destinados ao financiamento a cada ano sob distintas formas, 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 acionário se manteve bastante significativa durante esse período.

Tabela 32

## Fontes de Financiamento das Empresas Japonesas

Fonte/Ano	1978/82	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
1. Recursos Internos	9,4	10,3	12,6	13,8	12,3	14,9	17,1	19,2	19,1	19,1
2. Recursos Externos	9,8	12,1	9,0	9,6	2,6	8,7	20,1	34,2	11,9	10,9
2.1 Empréstimos	3,4	4,6	0,1	7,7	2,5	-2,7	2,3	5,1	2,0	6,3
2.2 Bônus	0,2	1,0	1,3	1,6	2,0	2,1	3,1	7,0	1,5	2,4
2.3 Ações	1,3	1,5	1,8	2,5	1,5	3,5	4,5	7,5	2,7	1,9
2.4 Créditos Comerc.	2,7	4,0	3,0	-0,3	-3,4	2,1	6,0	8,3	3,4	-3,1
2.5 Outros	2,1	1,1	2,8	1,0	0,0	3,7	4,3	6,2	2,3	3,3
Total (Y trilhões)	19,2	22,5	21,6	23,4	14,8	23,6	37,2	53,4	31,1	30,0
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%
2.1 Empréstimos	18,0%	20,3%	0,6%	32,8%	16,8%	-11,3%	6,1%	9,5%	6,5%	21,1%
2.2 Bônus	1,2%	4,4%	5,8%	6,7%	13,6%	8,7%	8,2%	13,1%	4,9%	8,0%
2.3 Ações	6,9%	6,6%	8,4%	10,5%	9,8%	14,7%	12,0%	14,0%	8,6%	6,2%
2.4 Créditos Comerc.	14,1%	17,9%	14,0%	-1,2%	-22,8%	8,9%	16,1%	15,5%	11,0%	-10,3%
2.5 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%

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

Nota: Esta tabela contém informações sobre empresas do setor privado que exercem atividades não-financeiras. Não estão incluídas informações sobre certos tipos de empresas que o sistema de contas nacionais inclui no setor de quase sociedades não-financeiras, como: empresas não constituídas em sociedade, grandes sociedades de pessoas físicas, empresas individuais, organismos a serviço de empresas sem fins lucrativos. O campo coberto inclui empresas de 37 setores de atividades,

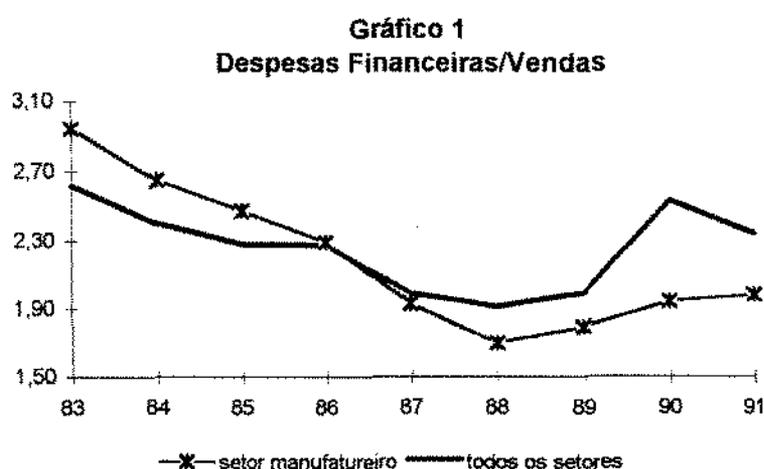
compreendendo, cada um, sete extratos segundo a importância do capital. A composição dos extratos para cada setor segue o quadro abaixo:

Composição	número de empresas na amostra
capital livre inferior a Y 2 milhões	2.000
entre Y 2 milhões e Y 5 milhões	2.000
entre Y 5 milhões e Y 10 milhões	3.000
entre Y 20 milhões e Y 50 milhões	4.000
entre Y 50 milhões e Y 100 milhões	2.000
entre Y 100 milhões e Y 1 bilhão	7.000
superior a Y 1 bilhão	3.805

Assim, considerando-se a classificação usualmente empregada no Japão, a amostra privilegia as empresas de porte médio e grande.

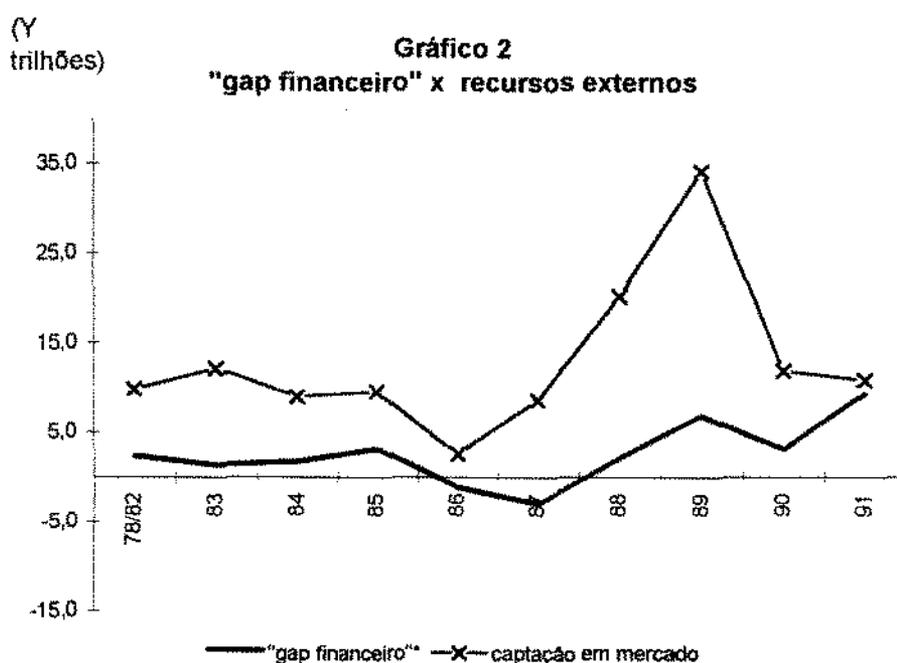
Fonte: OECD, Financial Accounts of OECD Countries: Japan (vários números).

A mudança na composição das fontes de financiamento foi acompanhada de uma redução das despesas financeiras das empresas. O movimento pode ser ilustrado pela evolução dos encargos financeiros das grandes empresas (manufatureiras e não-manufatureiras) apresentada no **Gráfico 1**. Como se pode observar, as despesas financeiras (ponderadas pelo volume de vendas) apresentaram quedas sucessivas entre 1983 e 1989, especialmente no segmento das empresas manufatureiras.



Fonte: BANK OF JAPAN, ECONOMIC STATISTICS ANNUAL (1992).

Por outro lado, o montante de recursos captados em mercado foi muito superior à evolução da parcela das necessidades de financiamento do investimento produtivo não cobertas pelas disponibilidades de autofinanciamento, ou "gap financeiro", como pode ser visto pelo **Gráfico 2**.



Fonte: Tabelas 32 e 33.

Observação: "gap financeiro" = investimento em ativos não financeiros - recursos internos.

Essa tendência à tomada de recursos muito além do necessário para viabilizar os projetos de investimentos foi fruto da convergência de dois processos. Primeiro, a já mencionada possibilidade de se financiar diretamente, seja no sistema financeiro internacional, onde havia condições favoráveis em termos de custos e flexibilidade oferecidas pelos vários instrumentos disponíveis, seja no mercado acionário doméstico, onde a valorização da Bolsa de Tóquio entre 1986 e 1989 reduziu significativamente o custo do capital. Segundo, a liberalização das taxas de juros, que permitiu aos bancos oferecerem aplicações financeiras com rentabilidade mais atrativa e a possibilidade de obtenção de ganhos decorrentes de investimentos no próprio mercado acionário, crescentemente valorizado.

A condição inicial do processo de diversificação dos ativos financeiros das empresas foi a menor necessidade de manutenção de recursos aplicados em depósitos bancários com reduzidas taxas de rentabilidade a título de reciprocidade pelos empréstimos contratados junto aos bancos. Isso permitiu que as empresas alocassem maior parcela de seus fundos em aplicações financeiras com taxas de rentabilidade superiores.

A **Tabela 33** mostra como a busca por lucros de origem financeira foi ganhando importância ao longo dos anos 80. Observa-se que, a partir de 1985, as aplicações financeiras elevaram continuamente sua participação no investimento total das empresas. Nota-se, ainda, que, ao longo do período (até 1989), registrou-se um sensível aumento nas rubricas "Outros Depósitos" e "Outras Aplicações de Curto Prazo" (ainda que descontínuo, neste caso).

Como descrito nos capítulos 1 e 2, até meados da década de 70, o espectro de instrumentos de aplicação disponível no sistema financeiro japonês era reduzido e pouco diversificado e, além disso, os depósitos a prazo oferecidos pelos bancos tinham taxas de juros regulamentadas. Porém, o forte crescimento da dívida pública deu início à criação do mercado aberto para viabilizar a colocação de um volume mais elevado de títulos. Diante disso, as empresas passaram a contar com instrumentos financeiros lastreados em títulos públicos com liquidez, como aplicações no mercado de transações de títulos com acordos de recompra (*Gensaki*) e fundos de aplicação em bônus do governo oferecidos pelas *Securities Companies*.

A co-existência entre os instrumentos financeiros não-bancários mencionados acima, com taxas de juros livres, e os depósitos oferecidos pelos bancos, sujeitos a limites de taxas de juros, provocou uma progressiva perda de espaço dos bancos na captação de recursos junto ao público.

Tabela 33

## Investimentos das Empresas Japonesas

	1978/82	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
<b>Ativos não-Financeiros</b>	11,7	11,7	14,3	17,0	11,2	12,0	19,3	26,1	22,2	28,5
<b>Ativos Financeiros</b>	7,5	12,2	6,8	7,4	5,9	11,3	17,2	29,2	5,9	1,8
Caixa e Dep. à Vista	0,3	0,7	0,7	0,1	0,8	-0,3	0,4	-0,1	0,1	1,1
Outras Aplic/C. Prazo	1,1	1,9	0,5	1,2	2,7	1,9	0,4	9,5	-0,1	1,1
Outros Depósitos	1,7	2,5	1,0	2,7	4,0	4,1	4,2	5,6	-3,4	-2,6
Aplic/Longo Prazo	1,1	1,6	1,3	2,2	1,1	3,0	4,3	6,0	5,5	3,6
Créditos Comerciais	3,8	5,6	3,3	1,3	-2,8	2,7	7,9	13,2	3,7	-1,3
Discrep. Estatística	-0,1	-1,4	0,4	-1,0	-2,2	0,3	0,8	-16,4	3,0	-0,3
<b>Total (Y trilhões)</b>	19,2	22,8	21,6	23,4	14,8	23,6	37,2	83,4	31,1	30,0
<b>Ativos não-Financeiros</b>	61,1%	51,2%	66,5%	72,7%	75,3%	50,8%	51,7%	31,3%	71,5%	95,0%
<b>Ativos Financeiros</b>	38,9%	53,6%	31,6%	31,7%	39,6%	47,8%	46,2%	35,0%	18,8%	6,1%
Caixa e Dep. à Vista	1,6%	3,2%	3,2%	0,4%	5,1%	-1,4%	1,2%	-0,2%	0,3%	3,8%
Outras Aplic/C. Prazo	5,7%	8,2%	2,4%	5,2%	18,4%	7,9%	1,1%	11,4%	-0,2%	3,6%
Outros Depósitos	8,6%	10,8%	4,6%	11,4%	27,3%	17,2%	11,3%	6,7%	-11,0%	-8,7%
Aplic/Longo Prazo	5,9%	6,9%	6,2%	9,3%	7,5%	12,6%	11,5%	7,2%	17,7%	11,9%
Créditos Comerciais	20,0%	24,7%	15,2%	5,4%	-18,6%	11,6%	21,1%	15,8%	12,1%	-4,5%
Discrep. Estatística	-0,6%	-6,1%	1,9%	-4,4%	-15,0%	1,4%	2,1%	-19,7%	9,7%	-1,1%
<b>Total</b>	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Observação: variação de estoques (valores negativos indicam redução de estoque de investimento).

Nota: Esta tabela é complementar à Tabela 33 referente às Fontes de Financiamento das Empresas. Aparentemente, a forma de apresentação desses dados concentra toda a discrepância estatística do lado das Aplicações. Ou seja, considera, para efeito de apuração dos totais, os valores observados para as Fontes. Assim, as informações relativas às Aplicações devem ser vistas com certa cautela, constituindo apenas uma indicação da evolução dos investimentos das empresas, especialmente os anos de 1986 e 1989, em que a discrepância assume valores extremamente elevados.

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

A criação, em 1979, dos Certificados de Depósitos Bancários, com taxas de juros livres, não chegou a impulsionar expressivamente a captação, dado que os elevados montantes mínimos das aplicações restringiam o acesso dos investidores. O conjunto de instrumentos financeiros disponíveis se ampliou e se diversificou de forma mais intensa somente em meados da década de 80, com o início da liberalização das taxas de juros dos depósitos oferecidos pelos bancos.

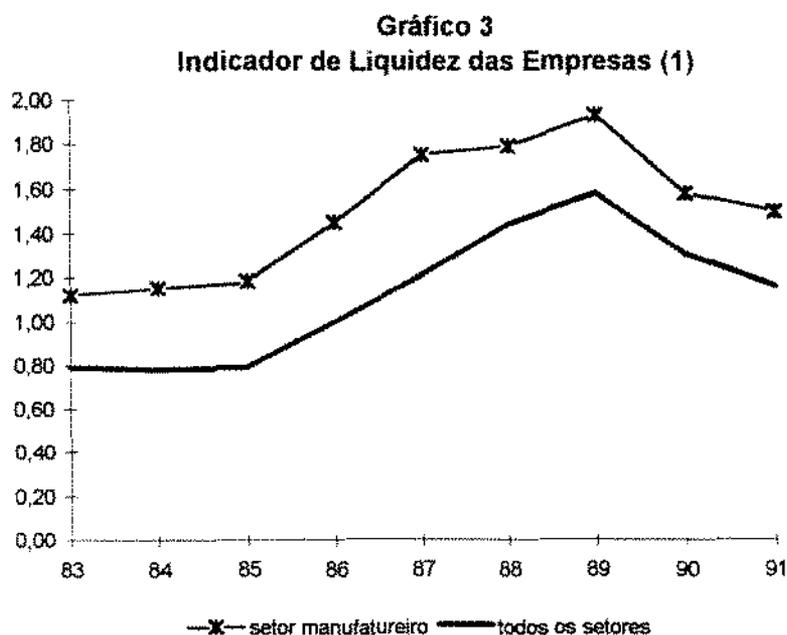
Por sua vez, a introdução de instrumentos financeiros com taxas de juros estabelecidas livremente abriu o espaço para o acirramento da concorrência entre as instituições financeiras nos mercados de captação de recursos junto ao público. As aplicações financeiras oferecidas pelos bancos japoneses passaram a embutir características que ampliaram as vantagens dos investimentos de caráter financeiro em vários aspectos. Isso tornou possível que as empresas passassem a atuar sob uma lógica predominantemente financeira (BRAGA, 1995:07). De acordo com um estudo do Banco do Japão (BANK OF JAPAN, 1991:5,6): “Os depósitos a prazo de grandes quantias, em particular, ampliaram o escopo do investimento financeiro para as atividades empresariais. Em função do baixo risco de mercado, bem como da elevada flexibilidade em termos de maturação, os depósitos a prazo de grandes quantias podem funcionar como reservas de pagamento e veículos para investimento de *portfolio*. De fato, as empresas vieram utilizando tais depósitos como instrumentos de investimento temporário [para o financiamento de pagamentos previstos antecipadamente], e como (...) [forma efetiva de alocação do] (...) excesso de liquidez”.

Ao lado da grande importância das aplicações bancárias dentro dos investimentos financeiros das empresas, também se tornaram bastante relevantes os investimentos em fundos de aplicações em ações, particularmente ao longo do período do *boom* do mercado acionário japonês. As aplicações das empresas se concentraram numa categoria especial de fundo de investimento em ações que oferecia vantagens do ponto de vista fiscal, os chamados *tokkin funds* - fundos constituídos junto a um *trust bank* e geridos pela própria instituição ou por uma companhia especializada em assessoria de investimentos financeiros.

Cabe mencionar que, no Japão, as carteiras de ações são contabilizadas nos balanços das empresas pelo seu valor histórico, ou seja, pelos preços de aquisição. Assim, a liquidação das *securities* mantidas em carteira durante o período de acelerada valorização da Bolsa resultaria no surgimento de expressivos encargos fiscais para as corporações. Entretanto, as empresas puderam evitar parte desse imposto, apropriando-se de elevados ganhos de capital, em função da possibilidade, instituída já em 1980, para que sua carteira acionária fosse desdobrada em carteira própria e aplicação em um *tokkin fund*.

Nesses fundos, a contabilização do valor das ações é feita pelo preço de mercado, resultando numa sensível redução do imposto pago sobre os ganhos de capital. Além disso, as empresas puderam contar com o anonimato proporcionado por essas aplicações, já que as ações da carteira do fundo são mantidas em nome do *trust bank* (VINER, 1987:211,212; ROWLEY, 1987:29,30).

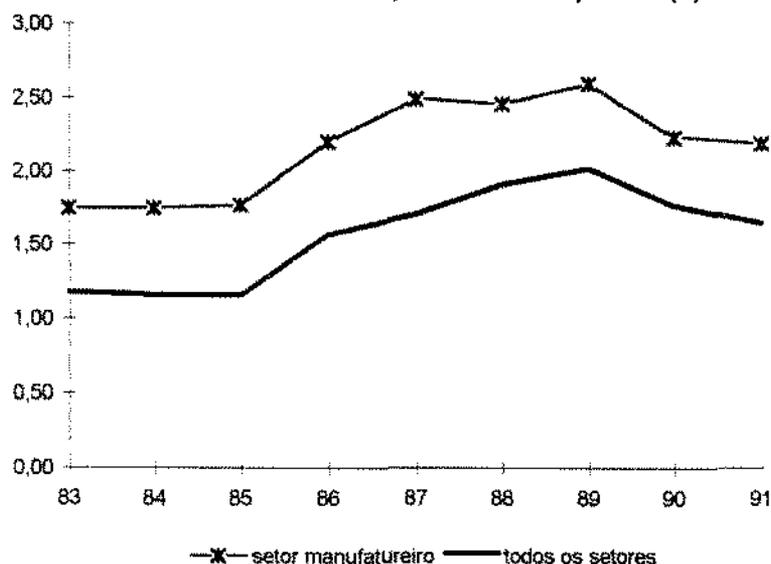
A ampliação dos ativos financeiros nos investimentos das empresas ao longo dos anos 80, especialmente aqueles de caráter mais líquido, se refletiu num forte aumento dos índices de liquidez das grandes corporações como mostram os **Gráficos 3 e 4**.



(1) (recursos de caixa + depósitos)/vendas mensais

Fonte: BANK OF JAPAN, ECONOMIC STATISTICS ANNUAL (1992).

**Gráfico 4**  
**Indicador de Liquidez das Empresas (2)**



(2) (recursos de caixa + depósitos + *securities*)/vendas mensais

Fonte: BANK OF JAPAN, ECONOMIC STATISTICS ANNUAL (1992).

Segundo o estudo do Banco do Japão (BANK OF JAPAN, 1991:3), essa evolução dos índices de liquidez das grandes empresas japonesas ao longo dos anos 80 revelaria uma inversão na relação tradicionalmente existente entre a manutenção de ativos líquidos e a realização de investimentos de caráter produtivo, os quais passaram a crescer simultaneamente.

Seguramente, isso representou uma transformação na forma de gestão dos ativos financeiros das corporações, refletindo uma dominância da esfera financeira sobre a produtiva em sua estratégia de atuação (BRAGA, 1993:26). A operação simultânea de elementos que possibilitaram uma queda no custo do passivo com a criação de condições de valorização financeira do ativo deu margem a que as empresas se engajassem num intenso processo de arbitragem envolvendo mercados estrangeiros e locais. Como mostra a Tabela 34, os lucros não-operacionais decorrentes de operações de arbitragem atingiram grande importância para as corporações.

Tabela 34

(%)

Ano	1960	1965	1970	1975	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
Receita não-Operacional/ Lucros Operacionais	22,9	37,5	33,0	62,5	43,0	41,5	44,7	45,6	41,1	50,4	60,4	50,5	42,0

Fonte: TERANISHI (1991:78).

Esse processo teve como contrapartida mudanças importantes na estratégia dos bancos. Em primeiro lugar, as instituições bancárias passaram a concorrer com outros tipos de instituições financeiras na tentativa de se utilizar de novas fontes de rentabilidade, seja no mercado doméstico, seja no sistema financeiro internacional.

No que se refere a sua atuação no exterior, os anos 80 assistiram a um intenso crescimento da presença das instituições financeiras japonesas nos principais centros financeiros internacionais. Ainda que esse movimento tenha sido mais intenso no caso dos grandes bancos comerciais, os quais passaram a ocupar os primeiros lugares no *ranking* das maiores instituições do mundo, instituições de menor porte também expandiram suas atividades para o exterior durante a década. De acordo com TAKEDA & TURNER (1992:82), 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), sendo que, até 1989, os bancos japoneses haviam praticamente dobrado sua participação nesse total (de 21% para 38%).

Em particular, os grandes bancos japoneses tiveram um papel-chave na onda de fusões e aquisições de empresas nos Estados Unidos ocorrida nesse período, as quais, em sua maior parte, envolveram a contratação de empréstimos para o financiamento da compra dos ativos das corporações, as chamadas *leveraged buyout operations* (operações de aquisição alavancadas) (CINTRA, 1993). A estratégia de concorrência dos bancos japoneses no sistema financeiro internacional se distinguiu pela aceitação de margens de lucro reduzidas, na tentativa de garantir maiores fatias de mercado. Contudo, se até 1989 os bancos puderam contar com a possibilidade de ampliar seu capital no sistema financeiro doméstico a um custo muito reduzido em termos de dividendos devido à valorização do mercado acionário, a partir daí houve uma completa reversão desse quadro,

enfraquecendo as condições de enfrentamento da concorrência por parte das instituições japonesas. De fato, a partir de 1989 a participação dos bancos japoneses no volume total de ativos internacionais começou a cair, atingindo, no início de 1992, a posição de 1986 (30%) (NAKAO, 1995:126 e segs. e TAKEDA & TURNER, 1992:83,84).

No sistema financeiro doméstico, o enfrentamento da concorrência junto a outros tipos de instituições financeiras envolveu não apenas o mercado de títulos, como já foi mencionado, mas também o mercado de crédito de longo prazo, espaço até então consensualmente tido como exclusivo dos *Long-Term Credit Banks* e *Trust Banks*. A **Tabela 35** mostra como os empréstimos com prazo superior a um ano foram ganhando espaço no ativo dos *City Banks* e dos *Bancos Regionais*. Uma vez que essas instituições permaneceram impedidas de emitir passivos compatíveis com esse tipo de empréstimo, as operações implicaram um descasamento entre ativo e passivo.

Tabela 35

Empréstimos c/ prazo superior a um ano/Empréstimos Totais

Instituição/Ano	1980	1985	1986	1987	1988	1989
<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 (1991:08).

O importante a ressaltar é que esse descasamento teve um caráter essencialmente distinto daquele associado ao processo de *funding* das empresas durante o pós-guerra. Naquele período, a estratégia dos bancos de garantir um fluxo contínuo de recursos a seus clientes estava inserida num contexto mais amplo no qual a atuação do Banco do Japão, consubstanciada na política de reservas bancárias, estava completamente voltada para garantir condições adequadas de financiamento do investimento produtivo. Durante os 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 assunção de maiores riscos.

Ademais, houve uma mudança profunda na carteira de empréstimos dos *City Banks* do ponto de vista da participação dos vários setores da economia no total dos financiamentos. No período do pós-guerra a indústria manufatureira era responsável por mais da metade dos empréstimos do sistema bancário e, dentro dos créditos concedidos ao setor não-manufatureiro, o comércio atacado respondia pela maior parcela. Ao longo dos anos 80, essa situação se inverteu, ganhando espaço os segmentos de crédito ao consumo (indivíduos), empréstimos a outros segmentos do sistema financeiro e setor imobiliário, como pode ser observado pela **Tabela 36**.

Tabela 36

Empréstimos dos *City Banks* por setor\*

Setor/Ano	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
<b>Manufatureiro</b>	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
<b>não-Manufatureiro</b>	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
<b>Outros</b>	13,1	13,1	13,4	14,3	16,4	18,6	21,3	22,9	23,7	24,0
<b>Total (Y trilhões)</b>	93,1	103,0	114,2	126,4	139,9	149,9	163,8	173,2	176,9	179,1

Nota: \* Exclui empréstimos denominados "Equipment Funds".

Observação: dados de estoque

Fonte: BANK OF JAPAN, ECONOMIC STATISTICS ANNUAL (1992).

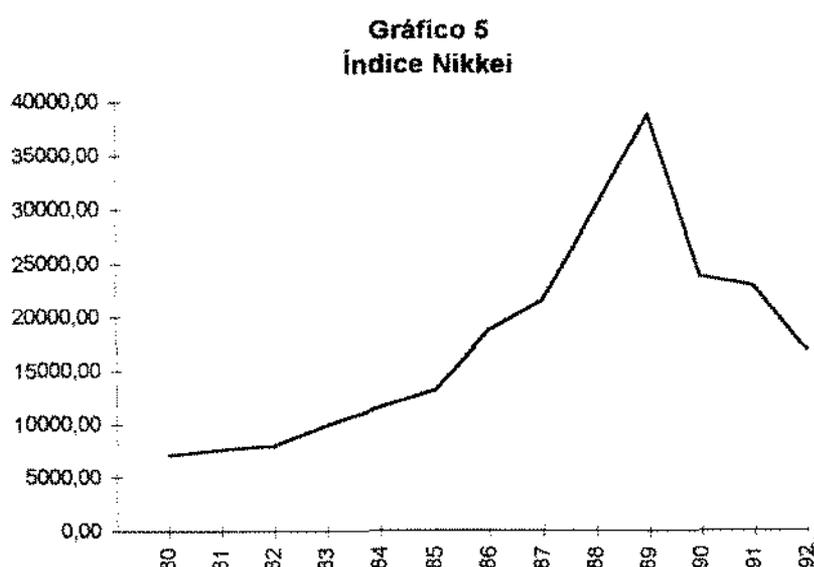
Em suma, a principal reação do sistema bancário em âmbito doméstico, particularmente os *City Banks*, frente à perda da condição de monopolizadores do financiamento às empresas foi direcionar suas atividades para aqueles segmentos que, diferentemente das grandes corporações, não contavam com fontes alternativas de

recursos e, justamente em função disso, estavam dispostos a aceitar condições de financiamento relativamente menos favoráveis, o que, na prática, acabou compensando os bancos em sua nova posição.

Aliado a outras mudanças ocorridas com a liberalização financeira e à emergência de um novo cenário internacional, esse processo deu origem a um intenso movimento especulativo entre 1986 e 1989 nos mercados de ações e propriedades imobiliárias, o qual acabou envolvendo o conjunto do sistema financeiro japonês, como será abordado na seção seguinte.

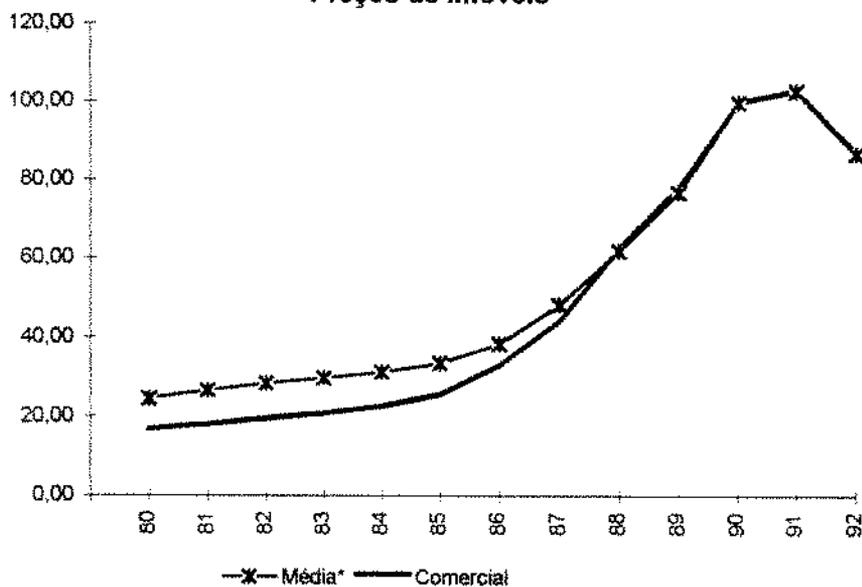
#### 4.2 O Processo Especulativo

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 do final de 1990 (ver **Gráficos 5 e 6**).



Fonte: BANK OF JAPAN, ECONOMIC STATISTICS ANNUAL (1992).

**Gráfico 6**  
**Preços de Imóveis**



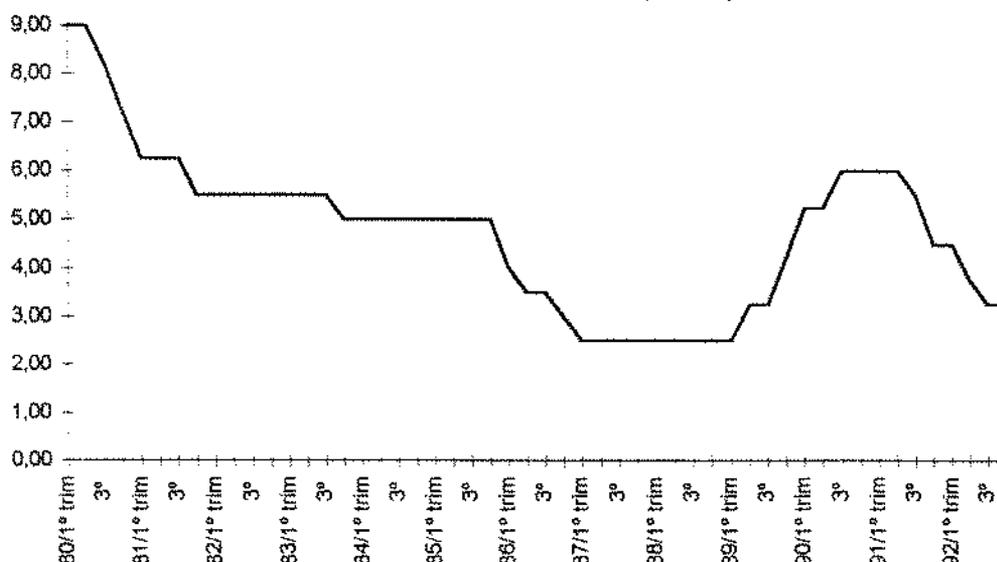
Nota: \* Índice médio de preços das propriedades comerciais, residenciais e industriais das 6 maiores cidades do Japão.

Fonte: BANK OF JAPAN, ECONOMIC STATISTICS ANNUAL (1992).

A tendência de valorização da Bolsa de Tóquio teve início já por volta de 1983, sob o impacto da recuperação da economia mundial sob a liderança dos Estados Unidos, que contribuiu para elevar substancialmente o superávit comercial do Japão e aumentar o ritmo de crescimento da economia. Dois fatores emergentes nesse período operaram no sentido de deslanchar o movimento de valorização acelerada dos preços das ações. Como mencionado, a partir do Acordo do Plaza, consolidou-se a expectativa de valorização prolongada do iene em relação ao dólar, marcando definitivamente o fim da gestão Volker no banco central norte-americano, caracterizada pela política do “dólar forte”. Dentro da estratégia acordada entre as autoridades do G-7, o governo japonês se comprometeu a adotar uma política cambial voltada para impedir o *hard landing* do dólar. Ao mesmo tempo, as autoridades japonesas inauguraram um período de forte relaxamento das condições monetárias domésticas, sob o intuito de contrabalançar os efeitos recessivos do então provável impacto da valorização do câmbio sobre o superávit comercial japonês e, por extensão, sobre o conjunto da economia. Como mostra o **Gráfico 7**, a taxa oficial de desconto foi sucessivamente rebaixada 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 desconto norte-americana ficou em torno de 6% a 7% anuais.

**Gráfico 7**  
**Taxa Oficial de Redescuento (% a.a.)**



Fonte: BANK OF JAPAN, ECONOMIC STATISTICS ANNUAL (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. Isso acentuou significativamente a tendência de elevação dos preços das propriedades imobiliárias nos grandes centros comerciais japoneses.

Uma vez 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 serem 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 empresas. O baixo custo do financiamento verificou-se tanto no próprio mercado acionário, onde 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 (1993:57), 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”. De fato, as colocações de títulos das empresas japonesas no exterior foram expressivas até mesmo para as dimensões dos mercados internacionais. Os tomadores japoneses literalmente comandaram os mercados internacionais de bônus conversíveis e bônus com direitos de subscrição de ações durante grande parte do período 1984/90, como mostra a **Tabela 37**.

**Tabela 37**

**Participação dos Tomadores Japoneses no Mercado Internacional de Títulos**

(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).

A concentração de grande parte dessas emissões em títulos denominados em moeda estrangeira, especialmente dólares e francos suíços, pode ser visualizada pela

**Tabela 38**, que mostra a participação dessas divisas nos mercados externos de bônus conversíveis e bônus com direitos de subscrição de ações, nos quais os tomadores japoneses tiveram enorme presença.

**Tabela 38**

**Participação das Divisas no Mercado Internacional de Títulos**

	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 / 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 (1991:119), 80% a 90% das emissões no euromercado feitas por empresas japonesas foram vendidos diretamente para investidores japoneses.

Essas operações de lançamento de bônus no exterior associadas à aquisição dos títulos pelos próprios investidores japoneses inflaram as saídas brutas de capital de longo prazo. Contudo, como argumenta NAKAO (1995:58): “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 era nada mais do que uma conveniente diversão em torno das regulamentações domésticas. Em outras palavras, o *boom* da exportação de capital japonesa foi antes de tudo o reflexo da excepcional elevação dos preços no mercado acionário e imobiliário no Japão”.

Os bônus com direitos de subscrição de ações denominados em moeda estrangeira despertaram particular interesse dos investidores japoneses em função da possibilidade de destacar os direitos de subscrição de ações do título de dívida e revendê-los separadamente em mercado secundário. Dada a perspectiva de elevados ganhos

associados aos direitos de subscrição, 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 (SMITH, 1991:119).

A julgar pelo comportamento da conta-corrente e da conta de capitais do Japão, à primeira vista, poder-se-ia pensar que o movimento dos agentes contribuiu para pressionar o valor do iene para baixo frente às demais moedas, inclusive o dólar, dado que o balanço de pagamentos foi deficitário durante grande parte da década de 80.

Contudo, o que ocorreu de fato foi um processo de endividamento líquido muito além do necessário para fechar o balanço de pagamentos (isto é, acúmulo de reservas internacionais por parte do Japão) 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 (AGLIETTA, 1992). Por um lado, ainda que, do ponto de vista dos movimentos de capitais, parte das exportações de capital do Japão, correspondente às aquisições de *equity-related bonds* emitidos por agentes domésticos, tenha sido cancelada pela correspondente constituição do passivo em moeda estrangeira, ambas as ações acabaram fortalecendo a demanda de ienes (venda de dólares), posto que os recursos captados eram trazidos para aplicações financeiras domésticas, e os títulos, convertidos em papéis do mercado acionário, os quais também são denominados em ienes.

Por outro lado, a atuação dos bancos em sua captação externa não se resumiu à atividade de fornecimento de *hedge*. De acordo com NAKAO (1993:7273), apesar de as orientações do Ministério das Finanças supostamente limitarem 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 escala maciça”.

Como mostra a **Tabela 30** (capítulo 3), entre 1986 e 1988 o Japão acumulou elevado volume de reservas. É provável que, em grande medida, as divisas tenham sido adquiridas junto aos próprios bancos japoneses, que se endividaram em dólares para

repassá-los à autoridade monetária, constituindo, em seguida, posições ativas em ienes na expectativa de apreciação da divisa japonesa.

A Tabela 39 permite constatar que o endividamento líquido em moeda estrangeira dos bancos japoneses superou os US\$ 20 bilhões nos anos de 1986 e 1987 e, apesar de computar apenas dados sobre as posições de curto prazo, constitui um bom indicador do grau de exposição das instituições durante o período da desvalorização do dólar.

Tabela 39

## Ativos e Passivos de Curto Prazo dos Bancos Autorizados a Operar com Moeda Estrangeira

(em US\$ mi)

Ano/Tipo	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

Observação: dados de estoque

Fonte: NAKAO (1995:64)

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 norte-americana para impedir o *overshooting* do iene.

Considerando-se a evolução das contas externas e o comportamento do mercado de câmbio durante a segunda metade da década de 80, cabe mencionar que apesar de a divisa japonesa ter se apreciado significativamente entre 1985 e 1988, esse movimento ocorreu de forma relativamente gradual e sem grandes turbulências. De fato, levando em conta que o grau de liberdade dos fluxos de capitais do conjunto das economias desenvolvidas aumentou significativamente durante os anos 80, a reação dos mercados de câmbio poderia ter sido de corrida súbita contra o dólar, eventualmente resultando em

crise de difícil administração por parte dos bancos centrais. Além disso, como mostra a **Tabela 40**, surpreendentemente o superávit comercial do Japão se elevou a partir de 1986 e se manteve no mesmo patamar até 1989, a despeito da valorização do iene.

Tabela 40

## Balança Comercial x Taxa de Câmbio

(em US\$ milhões)

Item/Ano	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Bal. Comercial	2.125	19.967	18.079	31.454	44.257	55.989	92.827	96.386	95.012	76.917	63.528
Exportações	126.736	149.522	137.663	145.468	168.290	174.018	205.591	224.605	259.765	269.570	280.374
Importações	124.611	129.555	119.584	114.014	124.033	118.029	112.764	128.219	164.753	192.653	216.846
Taxa de Câmbio*	203,6	220,3	235,3	232,0	251,6	200,6	160,1	122,0	125,9	143,4	135,4

Nota: \* iene/dólar (média das taxas mensais)

Fonte: BANK OF JAPAN, Economic Statistics Annual

Contudo, 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. 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 na forma de redesconto, puxando para baixo as taxas de juros para procurar contrarrestar os efeitos recessivos da apreciação cambial. Os bancos, por sua vez, adiantavam poder de compra aos setores ligados aos mercados especulativos, potencializando sua demanda e impulsionando os preços para cima.

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 BIS

somou-se à orientação expedida pelo Ministério das Finanças aos bancos no sentido de limitar o crédito ao setor imobiliário, obrigando essas instituições a reduzirem 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 contrair 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, 1995:57,58, SMITH, 1993:118).

Ao lado disso, 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. A atitude dos bancos japoneses com relação a essas operações de refinanciamento 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 com a inflação e posterior deflação dos ativos fez com que esses bancos fossem obrigados a registrar, durante longo período após o término do processo especulativo, um expressivo volume de créditos de difícil retorno, acumulando grandes prejuízos.

\* \* \*

Decorridos mais de cinco anos do que ficou conhecido como o “colapso da bolha”, ou seja, a reversão do movimento especulativo nos mercados de ações e imobiliário, o Japão ainda sofre as conseqüências daquele processo.

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 80 esteve apoiada no desempenho dos mercados especulativos. 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 cheio 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, se voltaram 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

criaram 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 bancário, 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, 19/03/1996).

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 estas 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 dos *City Banks* detêm, cada um, 30% do total (cerca de US\$ 15 bilhões) (The NIKKEI, 20/12/1995).

Mas esta é apenas a ponta do problema. O governo japonês já reconheceu oficialmente que o conjunto do sistema financeiro detém créditos de difícil retorno num total de 50 trilhões de ienes, ou quase US\$ 500 bilhões.

O mercado, contudo, estima que as perdas potenciais chegam 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, 30/07/1995, THE WALL STREET JOURNAL, 01/06/1995).

## CONCLUSÃO

O Japão vive atualmente uma profunda crise financeira que não pode ser compreendida sem que se tenha presente algumas transformações essenciais ocorridas em seu sistema financeiro durante a década de 80.

Ao longo dos anos 80, o Japão promoveu uma intensa desregulamentação dos procedimentos relacionados à esfera financeira. Esse processo teve como resultado um expressivo aumento do grau de autonomia dos agentes domésticos privados em função da flexibilização de uma série de normas do sistema financeiro nacional, bem como das regras que governam o acesso ao sistema financeiro internacional. A maior liberdade de atuação veio substituir uma estrutura fortemente regulamentada e caracterizada por um elevado grau de intervencionismo por parte do governo.

Como procurou-se descrever na primeira parte desta dissertação, ao longo do pós-guerra o governo japonês teve no sistema de financiamento das grandes empresas um instrumento de política econômica extremamente poderoso. O sistema garantia ao Estado a capacidade de determinar o caminho dos recursos financeiros na economia e foi crucial para o sucesso da estratégia de crescimento empreendida durante o período.

Pelo menos três elementos foram essenciais para garantir o seu bom funcionamento. Primeiro, tratava-se de um momento histórico muito particular vivido pelo país, marcado tanto pela derrota ainda recente na II Guerra como pela série de reformas empreendidas pelo governo norte-americano de ocupação. O Japão adotou como projeto nacional reerguer-se perante o resto do mundo gerando a capacidade de produção necessária para alcançar as nações desenvolvidas e, simultaneamente, atingir uma relativa auto-suficiência no plano externo. Assim, o movimento de crescimento acelerado que se iniciou a partir de meados da década de 50 se inseriu nesse projeto e pôde contar, entre outros fatores, com um ponto de partida fundamental herdado das reformas - uma estrutura de propriedade completamente transformada em decorrência da profunda redistribuição patrimonial promovida tanto no setor agrícola como no setor industrial.

Segundo, o sistema de financiamento das grandes empresas foi construído sobre uma determinada base institucional também particular, constituída pela forma específica de organização do setor privado e pelo desenho da estrutura do sistema financeiro descritos no capítulo 1.

A reunião de várias empresas em grupos centralizados por um grande banco, e tendo como elo de ligação participações acionárias recíprocas, permitiu conjugar uma estrutura de propriedade distribuída entre os diferentes membros com um alto grau de concentração de capital. O aspecto fundamental dessa forma de organização é o fato de gerar comportamentos cooperativos, uma vez que os interesses dos vários agentes convergem para um interesse comum, ligado à performance do grupo. Este, por sua vez, conta com enorme poder financeiro decorrente das variadas formas de crédito praticadas em seu interior.

Por sua vez, o desenho da estrutura do sistema financeiro japonês sujeitou a atividade de financiamento a um alto grau de segmentação e especialização e restringiu fortemente as vias de acesso dos agentes aos mercados de recursos financeiros que não aquelas intermediadas por bancos, especialmente bancos comerciais.

Esta combinação permitiu o surgimento de uma determinada estrutura em que os principais intermediadores de recursos às grandes corporações, os grandes bancos comerciais, eram, ao mesmo tempo, os principais agentes do sistema monetário e, nesta condição, parceiros preferenciais do banco central em suas operações de fornecimento de reservas bancárias.

O terceiro elemento que garantiu o bom funcionamento do sistema foi o fato de que ele continha os mecanismos que permitiam às autoridades (o Banco do Japão e o Ministério das Finanças) atuar de forma deliberadamente discricionária. Esses mecanismos foram as prerrogativas de determinar o custo do passivo bancário por via administrativa, através dos limites de taxas de juros, e de manter sob controle quase absoluto os fluxos de capitais. Foi isto que permitiu ao Banco do Japão atuar diretamente sobre o volume de crédito do sistema financeiro e, ao mesmo tempo, sobre o destino dos recursos.

Assim, o sistema que o Japão criou no pós-guerra lhe permitiu praticar uma política econômica de fato consistente, no sentido de que a política macroeconômica contou com total respaldo no plano microeconômico. De fato, num contexto em que a via preferencial de entrada de moeda no sistema - e, por extensão, de injeção de poder de compra na economia -, era uma via seletiva, a política monetária se confundiu com uma política de crédito alocativa. Por sua vez, a intensa coordenação entre as decisões no âmbito das políticas de crédito e industrial contribuíram não apenas para o sucesso das metas estabelecidas na esfera produtiva mas também para manter os preços estáveis ao longo do tempo num contexto em que a tendência ao surgimento de pressões inflacionárias não era desprezível.

Em suma, através dos mecanismos do sistema de financiamento das grandes empresas o governo japonês contou com enorme capacidade de monitoramento do processo de crescimento e fez um uso extremamente adequado disso. As decisões nos planos micro e macro se reforçaram continuamente, garantindo enorme efetividade às políticas.

Mas é preciso ter em mente que o sistema bancário desempenhou um papel absolutamente fundamental em todo este esquema. Os bancos, especialmente os grandes bancos comerciais, figuraram como os agentes condutores da política de crédito e, portanto, como o grupo que respondia, na esfera privada, pelo elo de ligação entre as políticas macroeconômica e industrial.

Num segundo momento, aquilo que até então eram os objetivos do país se consolidaram como atributos permanentes. O estágio avançado de industrialização e a relativa auto-suficiência no plano externo fizeram emergir uma nova etapa no processo de expansão da economia japonesa, caracterizada por taxas de crescimento mais baixas e elevados superávits comerciais.

A mudança de contexto colocou em xeque vários mecanismos de controle do sistema de financiamento das grandes empresas. Com a queda do crescimento reduziram-se as necessidades de financiamento das corporações, o que deu a esse segmento uma autonomia que até então não tinha. As empresas passaram então a exercer pressão junto

ao governo para que essa autonomia se traduzisse em ampliação dos instrumentos disponíveis para sua gestão financeira.

Por sua vez, a queda da demanda de crédito das empresas reduziu o poder de influência dos bancos sobre sua estratégia financeira. Nesse novo cenário, os bancos viram enfraquecer sua posição dentro do sistema financeiro e passaram a demandar formas alternativas de gerenciamento de seu passivo, basicamente através da possibilidade de oferecer aplicações financeiras isentas de limites de taxas de juros, e requerer a ampliação de seu escopo de atividades, para que este passasse a envolver os mercados de títulos, inclusive no exterior.

Além disso, o próprio governo se viu diante da necessidade de alterar o sistema de financiamento da dívida pública em função de seu crescimento e de flexibilizar os controles sobre os fluxos de capitais, dado o acúmulo de superávits em conta corrente.

Em resumo, no cenário de menor ritmo de crescimento e de recorrentes superávits em conta corrente, elementos característicos do sistema de financiamento das grandes empresas passaram a ser vistos como desfuncionais. Isso desencadeou um movimento de liberalização financeira que atingiu praticamente todos os setores do sistema financeiro japonês, mesmo porque, numa estrutura fortemente regulamentada e bem articulada como a que existia, não raro as mudanças tenderam a se desdobrar em novas pressões para que se promovesse uma liberalização adicional.

Nesse processo, as corporações passaram a ter acesso direto aos mercados de recursos, especialmente no exterior. Isso resultou num enfraquecimento da figura do *main bank* em comparação à situação até então vigente, não porque aquele tenha deixado de existir, mas por ter deixado de ser o agente financeiro exclusivo da empresa, função que passou a ser disputada junto a outras instituições. Os bancos, por sua vez, se defrontaram com um ambiente marcado por maior grau de concorrência e adotaram uma estratégia de ampliação do risco de suas operações - através do aumento dos créditos junto aos setores imobiliário e da ativa participação no mercado de câmbio.

E finalmente, o Banco do Japão passou a operar junto ao mercado como um todo, realizando uma política de preços e procurando, assim, influenciar o custo de obtenção de

recursos no conjunto do sistema econômico. Em outras palavras, a autoridade monetária passou a atuar num cenário distinto, em que o espectro de taxas de juros deixou de ser dado *a priori* e o monopólio cambial foi flexibilizado, fazendo com que a política monetária perdesse sua dimensão seletiva. Efetivamente, neste novo contexto, o Banco do Japão e o Ministério das Finanças deixaram de contar com os instrumentos que lhes permitiam determinar o caminho dos fluxos de recursos na economia através da política monetária.

Assim, parece claro que o processo de liberalização financeira desmontou mecanismos que, ao longo do pós-guerra, ocupavam a função de garantir antecipadamente a consistência entre a política macroeconômica e os acontecimentos em âmbito microeconômico. E talvez nem pudesse ser diferente porque de fato tratava-se de um novo momento da etapa de expansão, em que aqueles mecanismos já não faziam sentido. Em outras palavras, a liberalização constituiu uma resposta à série de demandas de maior flexibilidade de atuação que emergiram de dentro do “capitalismo organizado” japonês, e que nasceram mesmo como um desdobramento de seu relativo “sucesso”.

Só que esse processo não construiu instrumentos alternativos para manter a capacidade do governo de coordenar o movimento de expansão. Não se pode perder de vista que a década de 80 marcou a definitiva integração do Japão ao sistema financeiro internacional. Isso colocou a política econômica diante de uma tarefa de coordenação provavelmente muito mais complexa e difícil de ser bem sucedida que a do pós-guerra, uma vez que tratava-se 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.

Não por acaso, o traço mais marcante da atuação das grandes empresas ao longo da década foi a utilização crescente dos mercados financeiros como um fim em si mesmo, o que se manifestou não apenas através da captação de recursos em volume muito superior às necessidades de financiamento do investimento produtivo como também o aumento da liquidez de seu ativo, ambos ocorridos durante a segunda metade dos 80. Estes dois movimentos parecem configurar a tendência das empresas japonesas a convergir para formas de atuação que se tornaram generalizadas ao longo da década.

É possível mesmo que até as ligações empresariais internas aos *keiretsu* tenham se enfraquecido durante esse período, uma vez que as empresas foram participantes ativas do movimento especulativo no mercado acionário. Ao longo da especulação, as ações passaram a cumprir o papel de ativos financeiros para seus principais investidores, o que significou uma distorção em relação à função que detinham durante o pós-guerra, de “certificados de compromisso” entre empresas. Esse movimento é de difícil demonstração, ainda mais porque durante o período de elevação dos preços, as empresas continuaram a manter participações acionárias cruzadas. Isto, contudo, pode ser apenas um sintoma de que especularam “em bloco”, simultaneamente, e de que lucraram tanto na posição de emissores como investidores, contribuindo para inflar o seu próprio valor.

A própria inserção do Japão no sistema financeiro internacional teve um caráter distorcido, uma vez que o país constituiu um enorme superávit em conta corrente mas foi, ao mesmo tempo, emprestador líquido de recursos junto ao resto do mundo, quase que reproduzindo, no agregado, o comportamento das suas empresas.

É nesta perspectiva que se deve buscar o significado da especulação dos anos 80, porque ele está muito além dos efeitos financeiros do processo. O movimento especulativo configurou uma completa inversão da lógica que havia orientado a evolução da economia japonesa até então, sob a qual o sistema financeiro tinha sua atuação pautada pelo objetivo primordial de prover o setor produtivo dos recursos necessários ao seu desenvolvimento, o qual, por sua vez, estava concentrado na própria esfera produtiva.

Talvez, o ideal de liberdade de atuação no plano econômico, em favor do qual houve a desmontagem dos mecanismos de controle do sistema anterior, tenha se revelado muito fraco para se sustentar como um fim em si mesmo. Talvez, esse ideal não possa prescindir do crivo de outros referenciais que estão além do raio de alcance do campo da economia.

Por conta disso, atualmente, em simultâneo à crise financeira, o Japão vive algo como uma “crise de identidade”, enfrentando o enorme desafio de recriar metas e caminhos capazes de agregar novamente seus membros em torno de projetos comuns, e que possam pautar o seu desenvolvimento econômico.

## BIBLIOGRAFIA

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.

AOKI, M.

- 1984 "Aspects of the japanese firm". In: AOKI, M. (ed.) *The economic analysis of the japanese firm*. North Holland, Elsevier Science Publishers B. V.

- 1984 "Shareholders' non-unanimity on investment financing: banks vs. individual investors". In: AOKI, M. (ed.) *The economic analysis of the japanese firm*. North Holland, Elsevier Science Publishers B. V.

BANK OF JAPAN

- 1991 "Corporate finance and business investment under financial deregulation". *Special Paper*, n. 195, feb.
- 1992a "Corporate business under economic adjustment: results of analysis of fiscal 1991 financial statements of principal enterprises". *Special Paper*, n. 224, dec.
- 1992b "Deregulation, technological progress, and efficiency of the banking industry in Japan". *Special Paper*, n. 221, jan.
- 1993 "Corporate business during the recent economic downturn: results of analysis of the fiscal 1992 financial statements of principal enterprises in Japan". *Special Paper*, n. 232, dec.

BANK OF TOKYO

- 1992a "Continuing net inflows of foreign investment in japanese securities". *Tokyo Financial Review*, v. 17, n. 5, Bank of Tokyo, may.
- 1992b "Japan's overseas securities investment undergoing structural changes". *Tokyo Financial Review*, v. 17, n. 10, Bank of Tokyo, oct.
- 1993 "Japan in the throes of balance-sheet restructuring". *Tokyo Financial Review*, v. 18, n. 5, Bank of Tokyo, may.
- 1994 "Outlook on the japanese and the world economy in 1994". *Tokyo Financial Review*, v. 19, n. 1, Bank of Tokyo, jan.

1994 "Outlook on the Japanese and the world economy in 1994". *Tokyo Financial Review*, v. 19, n. 1. Bank of Tokyo, Jan.

BNDES

1991a "Considerações sobre o financiamento do investimento em países selecionados: Japão, Alemanha Itália e México". Rio de Janeiro, *Textos para Discussão*, n. 4, out.

1991b "Mercado financeiro internacional: transformações e tendências". Rio de Janeiro, *Textos para Discussão*, n. 3, out.

1993 *Sinopse Internacional*, Rio de Janeiro, n. 3, jul.

BORIO, C. E. V.

1990 "Leverage and financing of non-financial companies: an international perspective". Basle, *BIS Economic Papers*, n. 27, Bank for International Settlements, May.

BORIO, C. E. V. et alii

1994 "Exploring aggregate asset-price fluctuations across countries: measurement, determination and monetary policy implications". Basle, *BIS Economic Papers*, n. 40, Bank for International Settlements, Apr.

BRAGA, J. C. S.

1993 "A financeirização da riqueza". *Economia e Sociedade*, n. 2, ago. Campinas: IE/UNICAMP.

1995 "Economia Política da dinâmica capitalista: observações para uma proposta de organização teórica. *Textos para Discussão*, n. 51. Campinas: IE/UNICAMP.

BURTON, F. N. & SAELENS, F. H.

1986 "The European investments of Japanese financial institutions". *Columbia Journal of World Business*, winter.

CAMPOS, L. M.

1989 *Japão: modelo de administração macroeconômica e de sistema financeiro no pós-guerra*. (mimeo).

CARGILL, T.

1990 "Korean financial liberalization: lessons from the Japanese experience". *Japan and the World Economy*. North Holland, 2, Elsevier Science Publishers.

CARGILL, T. & ROYAMA, S.

1988 *Finance in Japan and the United States: a comparative perspective*. Stanford, California, Hoover Institution Press, Stanford University.

CAVES, R. E. & UEKUSA, M.

1976 "Industrial organization". In: PATRICK, H. & ROSOWSKY, H (eds.) *Asia's new giant: how the Japanese economy works*. Washington D. C., The Brookings Institution.

CHEVALIER-FARAT, T.

1993 "Vers une nouvelle concurrence des banques japonaises". *Revue d'Économie Financière*, n. 24, printemps.

CHO, Y. J.

1986 "Inefficiencies from financial liberalization in the absence of well-functioning equity markets". *Journal of Money, Credit, and Banking*. v. 18, n. 2, Ohio State University Press, may.

CINTRA, M. A. M.

1993a *Uma visão crítica da teoria da repressão financeira*. Campinas, Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, dissertação de mestrado.

1993b *As transformações recentes na estrutura financeira das corporações norte-americanas*. São Paulo, IESP/Fundap, versão preliminar. (mimeo)

DOTSEY, M.

1986 "Japanese monetary policy, a comparative analysis". *Monetary and Economic Studies*, v. 4, n. 2, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, oct.

DUSER, J. T.

1990 *International strategies of Japanese banks: the European perspective*. London, Macmillan.

ECONOMIC PLANNING AGENCY

1992 *Economic Survey of Japan*. Tokyo.

EIJFFINGER, S. & RIXTEL, A.

1992 "The Japanese financial system and monetary policy: a descriptive review". *Japan and the World Economy*, North Holland, 4, Elsevier Science Publishers B. V.

FERREIRA, CARLOS KAWALL LEAL

1995 *O financiamento da indústria e infra-estrutura no Brasil: crédito de longo prazo e mercado de capitais*. Tese de Doutorado. Campinas: IE/UNICAMP;

FINANCIAL SYSTEM RESEARCH COUNCIL

1991 "On a new japanese financial system". *Report*, jun.

FINANCIAL TIMES

1996 *Collapse that may force Japan to put its house in order*. New York, 19 de março.

FRANKEL, A. B. & MONTGOMERY, J. D.

1991 "Financial structure: an international perspective". *Brookings Papers on Economic Activity*, v. 1.

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, dec.

GAZETA MERCANTIL

1995 *US\$ 547 bilhões de crédito em liquidação nos bancos japoneses*. São Paulo, 30 de julho, p. b-7.

GERLACH, M.

1989 "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.

GLICK, R.

1991 "Japanese capital flows in the 1980s". *Economic Review*, Federal Reserve Bank of San Francisco, n. 2, spring.

HAMADA, K. & PATRICK, H. T.

1988 "Japan and the international monetary regime". In: INOGUCHI, T. & OKIMOTO, D. I. (eds.) *The political economy of Japan*, v. 2: The Changing International Context. California, Stanford University Press.

HASHIMOTO, N.

1993 "Structural trends and policy issues in the japanese corporate bond market". *Emerging Bond Markets in the Dynamic Asian Economis*, cap. 3. Paris, OECD.

HORIUCHI, A.

1984 "The 'Low interest rate policy' and economic growth in postwar Japan". *The Developing Economies*, dec.

HORIUCHI, T.

1990 "Main-bank competition and the loan market: the case of small financial institutions". *Japanese Economic Studies*, v. 18, n. 2, winter.

HOSHI, T. *et alii*

1991 "Corporate structure, liquidity, and investment: evidence from Japanese industrial groups". *The Quarterly Journal of Economics*, feb.

1990 "The role of banks in reducing the costs of financial distress in Japan". *Journal of Financial Economics*. North Holland, 27, Elsevier Science Publishers.

JOHNSON, C.

1986 *MITI and the Japanese miracle: the growth of industrial policy, 1925/1975*. Tokyo, Charles E. Tuttle Co: Publishers.

KASAHARA, S.

1994 "A rescue plan for the post-bubble Japanese economy: the establishment of the cooperative credit purchasing company". *UNCTAD*, n. 77, jan.

KASMAN, B. & RODRIGUES, A. P.

1991 "Financial liberalization and monetary control in Japan". *Quarterly Review*, Federal Reserve Bank of New York, autumn.

KAWAGUCHI, H.

1967 "The 'dual structure' of finance in post-war Japan". *The Developing Economies*, jun.

KAWAI, M.

1993 "Le Japon, pays créateur: causes et implications". *Revue d'Économie Financière*, n. 24, printemps.

KERTUDO, J.

1987 "L'omniprésence japonaise". *La Revue Banque*, n. 471, apr.

KIMURA, S.

1992 "La experiencia de Japón con la liberalización financiera y cuestiones anexas". *Monetaria*, jul/sept.

KING, M.

- 1984 "The ownership and financing of corporations". In: AOKI, M. (ed.) *The economic analysis fo the japanese firm*. North Holland, Elsevier Science Publishers B. V.

KOIKE, Y.

- 1992 *New strategy of direct investment by japanese firms*. (mimeo)

KOO, R. C.

- 1993 "Internacional capital flows and an open economy: the japanese experience". In: TAKAGI (org.) *Japanese capital markets - new developments in regulations and institutions*. Blackwell Publishiers.

KUNIEDA, Y.

- 1993 "Progress of deregulation in the banking and securities business in Japan". *Tokyo Financial Review*, v. 18, n. 9. Bank of Tokyo, sept.

KURODA, A. & KINOSHITA, T.

- 1992 *Central banking in Japan: an overview*. nov. (mimeo)

KUROSAKA, Y.

- 1989 "Fiscal policy in post-war Japan". *Japanese Economic Studies*, v. 17, n. 3, spring.

LE MONDE Diplomatique

- 1989 *La machine financière japonaise, phénoménale ... et fragile*, dec.

LEVY, J.

- 1990 "Keiretsu: a sua importância para o mercado de capitais e o comércio exterior japonês". *Japão Informativo Econômico*, Centro de Estudos Japoneses, v. I, n. 3, abr.

MCKINNON, R. I.

- 1988 "Financial liberalization and economic development: a reassessment of interest-rate policies in Asia and Latin America". International Center for Economic Growth.

MCRAE, H.

- 1985 "Japan's role in the emerging global securities market". *Occasional Papers*, n. 17. Group of Thirty, New York.

MIRANDA, J. C.

- 1992 *Câmbio, juros e fisco: a experiência internacional*. Campinas, Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, tese de doutoramento (mimeo).

MIYAZAKI, S. Y. M.

1991 *Inflação e políticas de estabilização no Japão pós-segunda guerra mundial (1945-1951)*. São Paulo, dissertação de mestrado. (mimeo)

MIYAZAKI, Y.

1967 "Rapid economic growth in post-war Japan". *The Developing Economies*, jun.

NAKAGAWA, Y.

1994 "Outflows of Japanese bond investment continue to stagnate". *Tokyo Financial Review*, v. 19, n. 4, Bank of Tokyo, apr.

NAKAO, M. & HORII, A.

1991 "The process of decision-making and implementation of monetary policy in Japan". Tokyo, *Special Paper*, n. 1991, Bank of Japan, mar.

NAKAO, S.

1995 *The political economy of Japan*. Tokyo, Tokyo University Press.

OECD

1992 "Japan economic survey". Paris, *OECD Economic Surveys*, OECD.

OKUMURA, H.

1991 "How "Japan money" is changing". *International Economic Insights*. Institute for International Economics, nov./dec.

1992 "Japan money, financial fragility and Japanese economic outlook". *Nomura Research Institute*, feb.

(s.d.) *Japan's financial deregulation: recent development and future outlook* (mimeo).

OSUGI, K.

1991 "Japan's experience of financial deregulation since 1984 in an international perspective". Basle, *BIS Economic Papers*, n. 26, Bank for International Settlements, jan.

PROWSE, S.

1990 "Institutional investment patterns and corporate financial behavior in the United States and Japan". *Journal of Financial Economics*. North Holland, 27, Elsevier Science Publishers.

1994 "Corporate governance in an international perspective; a survey of corporate control mechanisms among large firms in the United States, the United Kingdom, Japan and Germany". Basle, *BIS Economic Papers*, n. 41, Bank for International Settlements, jul.

ROWLEY, A.

1987 *Asian stockmarkets: the inside story*. Illinois, Dow Jones-Irwin.

SALOMON Brothers

1991 "Unexercised Japanese equity derivatives: redemption or dilution?". *Equity and Bond Portfolio Analysis Group*, Japanese Equity Derivative Research.

SAWAYAMA, H.

1991 "Japan's short-term financial market". *Japanese Economic Studies*, v. 19, n. 3, spring.

SATO, K.

1990 "Indicative planning in Japan". *Journal of Comparative Economics*, New Jersey, New Brunswick, 14. Rutgers University.

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, mar.

SHIMAMURA, T.

1989 "Japan's financial system: creation and changes". *Japanese Economic Studies*, v. 17, n. 3, spring.

SHINKAY, Y.

1988 "The internationalization of finance in Japan". In: INOBUCHI, T. & OKIMOTO, D. I. (eds.) *The Political Economy of Japan*, v. 2: The Changing International Context. California, Stanford University Press.

SMITH, R. C.

1993 "Why Japanese companies finance abroad". In: WALTER, I. & HIRAKI, T. *Restructuring Japan's financial markets*. New York University.

SOMEL, C.

1992 "Finance for growth: lessons from Japan". *Unctad*, n. 44, jul.

SUZUKI, Y.

1991 *The bank of Japan*. (mimeo)

1986 *The Japanese financial system*. Great Britain, Oxford University Press.

1980 *Money and banking in contemporary Japan: the theoretical setting and its application*. New Haven and London, Yale University Press.

- SUZUKI, Y. & YOMO, H. (eds.)  
1986 *Financial innovation and monetary policy: asia and the west*. University of Tokyo 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, nov.
- TAVARES, M. C. *et alii*  
1991 "Japão: um caso exemplar de capitalismo organizado". Brasília, *Economia e Desenvolvimento*, n. 8, IPEA/CEPAL.
- TERANISHI, J.  
1991a *Finance and economic development in postwar Japan*. Japan, The Institute of Economic Research, Hitotsubashi University, Tokyo.  
1990 "Financial system and the industrialization of Japan": 1900-1970. Roma, *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, n. 174.  
1991b *Financial system reform after the war*. Tokyo, The Institute of Economic Research, Hitotsubashi University.
- TERREL, H. S.  
1990 "The activities of japanese banks in the United Kingdom and in the United States, 1980-88". *Federal Reserve Bulletin*, feb.
- THE BANKER  
1994 *The banks feel the pain*, jan.
- THE ECONOMIST  
1990 *Punters of proprietors ? A survey of capitalism*, may.  
1993 *Turning point: a survey of the japanese economy*, mar.
- THE WALL STREET JOURNAL  
1995 *Japan's banking crisis continues ...* New York, 1º de junho.
- THE SECURITIES and Exchange Council  
1991 "How basic system regarding capital market ought to be reformed". *Report*, jun.
- TORRES Fº, E. T.  
1983 "O mito do sucesso: uma análise da economia japonesa no pós-guerra (1945-1972)". Rio de Janeiro, *Texto para Discussão* n. 27. Instituto de Economia Industrial, UFRJ.

- 1991 *A Economia Política do Japão: reestruturação econômica e seus impactos sobre as relações nipo-brasileiras*. Rio de Janeiro, tese de doutoramento, UFRJ.
- 1992 "A hegemonia japonesa: mito e realidade". Rio de Janeiro, *Ciências Sociais Hoje*, Rio Fundo Ed., ANPOCS.
- TSURU, S.  
1993 *Japan's capitalism: creative defeat and beyond*. Great Britain, Cambridge University Press.
- TURNER, P.  
1991 "Capital flows in the 1980s: a survey of major trends". Basle, *BIS Economic Papers*, n. 30, Bank for International Settlements, apr.
- USUKI, M.  
1990 "Japan's financial liberalization at the final stage". Tokyo, *Economic Review*, n. 99, LTCB Research, apr.
- USUKI, M.  
1991 *Japanese financial system*. (mimeo)
- VINER, A.  
1987 *Inside Japan's financial markets*. Great Britain, The Economist Publications.
- WADDINGTON, S.  
1992 "Os controles cambiais na economia japonesa do pós-guerra". *Japão Informativo Econômico*, v. 3, n. 10, Centro de Estudos Japoneses.
- WALLICH, H. C. & WALLICH, M.  
1976 "Banking and finance". In: PATRICK, H. & ROSOWSKY, H (eds.) *Asia's New Giant: how the japanese economy works*. Washington D. C., The Brookings Institution.
- WATANABE, T.  
1970 "National planning and economic development: a critical review of the japanese experience". Norway, *Economics of Planning*, v. 10, n. 1-2.
- YOSHITOMI, M.  
1985 "Japan as capital exporter and the world economy". New York, *Occasional Papers*, n. 18. Group of Thirty.

ZYSMAN, J.

1983 *Governments, markets and growth* - financial systems and the politics of industrial growth. New York , Cornell University Press.