

A Crise Financeira Japonesa

Otaviano Canuto



Texto disponível em www.iea.usp.br/artigos

As opiniões aqui expressas são de inteira responsabilidade do autor, não refletindo necessariamente as posições do IEA/USP.

A Crise Financeira Japonesa*

Otaviano Canuto**

INTRODUÇÃO

Após várias décadas de alto crescimento e de desenvolvimento tecnológico acelerado, a economia japonesa está, em 1999, em seu nono ano consecutivo de estagnação. Como dois aspectos marcantes dessa crise, incluem-se a prolongada crise bancária, bem como a baixa resposta macroeconômica a estímulos governamentais de ordem fiscal e monetária.

O presente texto aborda essas duas dimensões da crise atual como manifestações de um esgotamento do estilo japonês de crescimento-com-endividamento empresarial característico das décadas anteriores. Delineia-se, também, a hipótese de estar em curso uma transição cujos contornos – ao menos em nível aparente – sugerem uma "americanização" tendencial das finanças japonesas.

1. CRÉDITO BANCÁRIO E INVESTIMENTOS PRODUTIVOS NO DESENVOLVIMENTO JAPONÊS

Durante o período de fenomenal crescimento a taxas anuais próximas de 10%, em 1953-73, a regulamentação financeira foi parte essencial da estratégia de *catching up* da economia japonesa em relação à economia líder norte-americana. A segmentação de mercados e de instituições seguiu de perto o formato das "muralhas chinesas" norte-americanas (Canuto & Lima, 1999a). Diferentemente do caso original, por outro lado, a regulamentação financeira local reprimiu os mercados de títulos de dívida negociáveis e tornou raras as emissões de ações ao grande público (Hoshi & Kashyap, 1999).

A repressão a *securities* (títulos de dívida e ações em bolsa) garantiu a predominância absoluta dos bancos na intermediação financeira, os quais operavam como instrumento da tutela governamental na alocação de recursos para investimentos. A poupança financeira tinha nos bancos seu destino quase único e, na outra ponta, as empresas também só dispunham do crédito bancário como fonte de financiamento.

* Texto do evento "Dissonâncias Sino-Japonesas Diante da Crise Financeira Asiática", realizado no IEA em 1999.

** Professor do Instituto de Economia da Unicamp.

As taxas de juros eram objeto de controle quantitativo estrito e, por sua vez, o direcionamento subsidiado do crédito bancário – inclusive através das políticas de redesconto do Banco do Japão – consubstanciava os mecanismos tradicionais de proteção e incentivos de natureza comercial e fiscal. Não por acaso, as elevadas taxas de investimento no PIB e o rápido crescimento com *catching up* tecnológico e estrutural se fizeram acompanhar tanto de densas teias de participação cruzada (acionária e administrativa) entre bancos e grupos industriais, como de níveis de endividamento empresarial (razão dívida-capital próprio) sem similares entre as economias avançadas.

Com efeito, as estratégias corporativas privilegiavam a expansão das vendas e das parcelas de mercado, em detrimento das taxas de lucro. A absorção criativa e o aprimoramento de tecnologias e de formas de gestão se davam em simultâneo com a contínua diversificação de linhas de produção, em direção às fronteiras dos ramos produtivos focalizados pela política industrial. A viabilidade do processo - com pequenas margens de lucro, investimentos elevados e altamente alavancados via crédito - era garantida pelo rápido crescimento da economia e das exportações. Os bancos, apoiados pelo governo e tendo suas carteiras como elemento praticamente único da intermediação financeira, proviam financiamento e, freqüentemente, tornavam-se acionistas.

Neste contexto, o sistema de emprego vitalício e de hierarquia a partir da senioridade podia funcionar a contento. Dada sempre a expectativa de expansão, as empresas não demitiam durante as breves recessões, optando por ajustes nas bonificações ou nos salários.

A metade dos anos 70, após o primeiro choque do petróleo, constituiu momento de mudança em alguns aspectos dessa trajetória japonesa de desenvolvimento. No plano produtivo, deu-se uma primeira onda de focalização na estrutura produtiva:

(i) ocorreu uma extroversão para países periféricos dos segmentos básicos das indústrias de processamento de recursos naturais, particularmente sem maior comprometimento de capital de risco pelas firmas japonesas (o que era obtido via *joint ventures* com integralização japonesa sob a forma de capitalização da tecnologia repassada, licenciamento etc.); e (ii) acentuou-se a especialização e aceleração do *upgrading* na metal-mecânica, bem como nos segmentos menos padronizados e mais intensivos em P&D dos ramos de processamento. Foi a partir daí que se consolidou a posição de liderança de ocupação japonesa de mercados, em escala mundial, em setores como a eletrônica, a automobilística e os bens de capital. As formas de organização da produção e os métodos

de gestão japoneses emergiram então como referência paradigmática em nível internacional

Ao longo de 1975-85, aqueles dois movimentos implicaram maior grau de abertura comercial, mas com o dinamismo de exportações superando a maior dependência de importações. O crescimento econômico japonês (acima de 4% a.a.) manteve-se superior ao das demais economias avançadas.

Em meados dos anos 80, ocorreu uma segunda rodada de focalização produtiva. A valorização do iene em relação ao dólar – a partir dos Acordos do Plaza e do Louvre – bem como as ameaças de protecionismo no exterior, face à magnitude dos saldos comerciais japoneses, induziram à adoção de estratégias de extroversão nos investimentos corporativos, dessa vez dentro da própria metal-mecânica.

Na segunda metade da década, materializou-se um *boom* de investimentos japoneses no exterior, na aquisição de ativos existentes ou na transferência para fora de segmentos produtivos. As empresas japonesas estabeleceram "redes de produção regional internacionalizada", na eletrônica e na automobilística, não apenas nas áreas do Nafta e da futura União Européia, como na própria Ásia (Canuto, 1994). No caso asiático, percebia-se com ainda maior clareza uma divisão regional do trabalho embutida em tais redes, reservando ao núcleo duro japonês os segmentos mais nobres de componentes e equipamentos críticos, provisão de tecnologia etc., enquanto atividades de fabricação intensiva em mão-de-obra qualificada e de montagem não-qualificada eram trasladadas aos vizinhos, de acordo com os estágios de desenvolvimento industrial destes.

A economia japonesa continuou crescendo acima dos demais países desenvolvidos até 1991. Enquanto isso, a formação das bolhas especulativas com os preços de ações e de imóveis elevava o valor das reservas e das bases financeiras empresariais. Por outro lado, vários fatores apontavam para uma inflexão no ritmo de oportunidades de investimento e de ocupação de fatias de mercados, como fontes de crescimento acima dos demais países desenvolvidos:

- não apenas se completaram as tarefas de *catching up* em termos de tecnologia e da estrutura produtiva, como, em alguns casos, o Japão passara a constituir a própria fronteira;
- a substituição de novos setores e produtos, enquanto fonte de expansão, por ampliação das fatias de mercado já ocupadas no exterior suporia incrementos literalmente explosivos na absorção ocidental de produtos japoneses; e

- os custos crescentes com a mão-de-obra local e a compressão de margens de lucro por causa da valorização do iene tendiam a pressionar para baixo a própria parcela da produção japonesa nas redes de produção regional internacionalizada. A expansão das economias emergentes espelhava enorme contestação da competitividade japonesa remanescente em segmentos intensivos em mão-de-obra qualificada.

Havia, portanto, uma tendência estrutural à inflexão no ritmo de crescimento japonês, depois de várias décadas de exuberância. Essa tendência foi acentuada – mas não causada – pela valorização do iene a partir de 1985.

As bolhas acionária e imobiliária postergaram o fôlego da expansão bancária e da alavancagem empresarial produtiva. Por outro lado, o estouro das bolhas deixaria, como herança, não apenas um setor bancário às voltas com grande carteira de "ativos podres", como também um setor corporativo com elevado grau de alavancagem e de investimentos em excesso ou mal-sucedidos. Vejamos então a origem das bolhas, enquanto momento das transformações financeiras que também acompanharam o desenvolvimento produtivo acima resumido.

2. DESREGULAMENTAÇÃO E BOLHAS NAS FINANÇAS JAPONESAS

As mudanças em meados dos anos 70 também envolveram a regulamentação financeira, ainda que de modo gradual neste caso. Por um lado, o ritmo mais lento de crescimento reduziu os requisitos de ampliação no *funding* empresarial produtivo, além do fato de que as corporações haviam intensamente acumulado fundos internos no período anterior. Dito de outro modo, o próprio sucesso do processo de crescimento com endividamento empresarial começara a engendrar uma tendência a sua alteração, colocada por estas próprias empresas, interessadas em libertar-se do manejo por bancos e governo.

Por outro lado, os déficits públicos passaram a tornar-se significativos, como resultado da combinação de crescimento mais lento da arrecadação tributária, de estímulos via gastos e da expansão do Sistema de Segurança Social. O financiamento do déficit público via títulos de dívida governamental impôs adequação no arcabouço regulatório das finanças.

Até então, as emissões de títulos governamentais eram diminutas e acomodadas inteiramente nos portfólios das instituições financeiras. Já a absorção dos novos patamares não poderia ser feita do mesmo modo, sem destruir, com seu baixo rendimento, a rentabilidade dos bancos. Destarte, o governo viu-se obrigado a abrir um mercado

secundário para os títulos públicos em 1977 e a emití-los através de leilões públicos a partir de 1978. Do outro lado, a acumulação de riqueza financeira familiar, nas décadas anteriores, havia criado uma demanda em potencial ávida por diversificação em relação às poucas opções anteriores.

A emergência desse mercado secundário reduziu a eficácia dos controles de taxas de juros. A negociação dos títulos, a preços de mercado, sufocou as aplicações com rentabilidade artificialmente reprimida, o que acabou levando à liberalização de taxas de juros em vários mercados (no mercado de empréstimos interbancários, nas operações de venda com recompra de títulos de dívida etc.). Ao final dos anos 80, com exceção das taxas de depósito bancário, todas as taxas de juros estavam plenamente liberalizadas.

Na verdade, a emergência de novos instrumentos financeiros para a poupança familiar (fundos mútuos, *commercial papers*) só se deu de modo paulatino, com a retirada integral de restrições vindo a se completar apenas nos anos 90. Por seu turno, no lado dos tomadores de crédito – as empresas não-financeiras – a transformação foi mais rápida e radical.

A partir do início dos anos 80, a liberalização das transações cambiais permitiu a emissão de títulos de dívida em mercados externos, sem as exigências de colaterais presentes no caso doméstico. Entre 1983 e 1987, a captação de recursos pelas empresas através desses instrumentos cresceu velozmente.

Por isso, em 1987, foi criado o mercado doméstico para *commercial papers*, ampliando as opções em relação ao financiamento bancário, diante da pressão de demanda em tal direção. Por seu turno, o peso da regulamentação sobre os mercados de ações também foi gradativamente aliviado.

Ao final dos anos 80, grande parte da clientela corporativa tradicional dos bancos já havia migrado para o financiamento via *securities*, mais barato e com menor poder de monitoramento sobre os tomadores dos recursos. Ao mesmo tempo, a regulamentação dos bancos os manteve fora desse processo de "securitização" acelerada das finanças japonesas, durante 1983-89.

Enfim, o próprio sucesso da trajetória japonesa gerou as sementes de sua subversão, com crescente solapamento dos mecanismos de direcionamento estatal da alocação de recursos através dos controles sobre a órbita financeira. Aplicadores e tomadores de recursos financeiros buscaram libertar-se das restrições dentro das quais cresceram. Esta liberalização veio lenta e gradual, devendo completar-se apenas com o *Big Bang* Japonês anunciado em 1996 e cuja conclusão só se dará em 2001.

No tocante ao financiamento corporativo, as finanças japonesas sempre foram tradicionalmente classificadas como exemplo do modelo "baseado no crédito", ao lado da Alemanha, da França e outros países da Europa continental e em contraposição ao padrão "baseado em mercados de capitais" da Inglaterra e dos Estados Unidos (Canuto & Lima, 1999a). Contudo, nos anos 90 as grandes empresas japonesas já haviam eliminado sua dependência em relação ao financiamento bancário, aproveitando-se das opções gradualmente permitidas pela desregulamentação financeira na década anterior. Como mostram Hoshi & Kashyap (1999), o padrão de financiamento das grandes firmas japonesas está hoje muito similar ao das grandes firmas norte-americanas.

No que tange aos bancos, pode-se esperar também uma convergência entre os padrões dos dois países. A segmentação entre as atividades de bancos comerciais e de investimento, imposta nos Estados Unidos pela lei Glass-Steagall de 1933, foi também estabelecida no Japão em 1947. Em comparação com os congêneres americanos, os bancos japoneses conseguiram sobrepujar as "muralhas chinesas" com maior frequência, nas atividades de garantia e subscrição de títulos de dívida, bem como através da participação acionária limitada nas firmas a que financiavam. Ainda assim, conforme Dale (1996), bancos japoneses e americanos foram excluídos das funções de *market-making* e de distribuição pública de *securities* das empresas, não ocorrendo o florescimento dos "bancos universais" no estilo alemão. Além disso, tanto no Japão como nos EUA, também foi obstaculizada a concorrência plena dentro do próprio setor bancário. Agora, a desregulamentação japonesa e as tendências nos Estados Unidos apontam numa mesma direção, no futuro próximo.

Com o *Big Bang* japonês, deverão desaparecer as "muralhas chinesas" entre as atividades de bancos comerciais, bancos de investimentos, seguros e outros tipos de intermediação financeira. No caso americano, por seu lado, as recentes fusões e aquisições atestam a inevitabilidade da supressão formal dos resquícios da compartimentalização financeira. O modelo dos "bancos universais" alemães tende a se impor em ambos (Canais, 1997). Da mesma forma, os mercados financeiros japonês e norte-americano parecem convergir rumo a graus similarmente elevados de liberalização e desregulamentação.

As bolhas nos preços imobiliários e nos mercados acionários, durante a segunda metade dos anos 80, tiveram sua origem no caráter gradual e desigual da desregulamentação financeira japonesa. Conforme observamos acima, no lado dos aplicadores individuais a desregulamentação foi bem mais lenta e seus recursos foram mantidos em direção majoritariamente aos bancos. Instituições financeiras (companhias de

seguros, bancos comerciais e bancos de investimento), bem como empresas produtivas e estrangeiros foram os principais compradores das *securities* (Hoshi & Kashyap, 1999).

Os bancos, por seu turno, não puderam participar com plenitude das novas linhas de intermediação financeira, ao mesmo tempo em que seus clientes corporativos se afastavam em velocidade do crédito bancário. Logo, os bancos tiveram de buscar nova clientela em pequenos negócios e/ou lastrear seus ativos em propriedades (inclusive como colaterais) ou no financiamento de outras atividades especulativas.

A frouxidão da política monetária no período, após a valorização do iene, pode ter contribuído para a formação das bolhas. Por outro lado, indubitavelmente a situação peculiar colocada sobre os bancos (captação de recursos cativos, perda da clientela tradicional e impossibilidade de participar dos novos mercados) esteve subjacente a seu apoio às compras especulativas de imóveis e ações. Há hoje evidência de que, na origem dos problemas bancários, certamente esteve o fato de que os bancos perderam, em um período muito curto de tempo, muitos de seus melhores clientes, durante a explosão dos mercados de títulos de dívida negociáveis em 1983-89 (Cargill, Hutchinson & Ito, 1997).

Em resumo: primeiramente, o próprio êxito da combinação japonesa entre crescimento-com-endividamento das empresas e comando governamental da alocação financeira de recursos através dos bancos instaurou pressões domésticas por desregulamentação e "securitização" das finanças. Em segundo lugar, o atendimento parcial e gradual de tais pressões criou desequilíbrios na intermediação financeira:

- "securitização" e afastamento dos bancos no financiamento das grandes empresas;
- bancos com captação cativa de recursos e contando ainda com o suporte da "rede de segurança financeira" (empréstimos em última instância pelo Banco do Japão, seguros de depósitos) (Canuto & Lima, 1999b);
- mas constrangidos a substituir seus anteriores bons clientes por pequenas empresas e negócios imobiliários.

Neste contexto, as bolhas de preços de títulos imobiliários e de ações foram um subproduto do estilo peculiar japonês de adaptação gradual das finanças ao desenvolvimento de sua economia de mercado. Uma transição mais balanceada em direção às finanças "securitizadas" suporia a liberdade de participação plena dos bancos ou, alternativamente, um ajuste para baixo no tamanho da estrutura bancária. Como não ocorreu nenhuma das duas possibilidades e, além disso, manteve-se relativamente intacta a "rede de segurança financeira", emergiram as bolhas especulativas apoiadas no crédito bancário.

Na virada dos anos 90, o aperto na política monetária estourou as bolhas. Ao longo da presente década, conforme veremos a seguir, a economia japonesa tem-se defrontado com dois desdobramentos da trajetória esboçada até aqui nesta nota, a saber, a tendência à inflexão para níveis de crescimento econômico mais próximos aos das demais economias mais avançadas, bem como o ajuste patrimonial bancário postergado e cuja magnitude necessária foi amplificada pela herança das bolhas especulativas imobiliária e acionária. A estagnação durante a década decorre do caráter ainda incompleto da adaptação da economia japonesa àquelas tendências.

Antes, porém, cabe realçar que a interpretação da crise japonesa aqui adotada contrasta com outras que preferem apontar causas externas ao Japão, vale dizer, a valorização imposta ao iene e/ou pressões externas por desregulamentação financeira. Por mais que esses fatores externos se tenham feito presentes, parece-nos claro que, domesticamente, já se colocavam tendências endogenamente criadas, tanto de exaustão do padrão virtuoso anterior, quanto da "securitização" financeira. A postergação dos ajustes patrimoniais, neste sentido, por mais que tenha representado resistência a pressões externas, também expressou o estilo próprio japonês de adaptação nas mudanças econômicas.

3. CRISE BANCÁRIA E ESTAGNAÇÃO MACROECONÔMICA NOS ANOS NOVENTA

Em setembro de 1998, as estimativas dos "créditos podres" nas carteiras japonesas apontavam para algo ainda em torno de 7% do P113 (Hoshi & Kashyap, 1999: seção 4). A despeito do fato de, desde o início do reconhecimento da crise, já terem ocorrido as primeiras falências bancárias de peso desde a Segunda Guerra Mundial, bem como a execução de medidas de saneamento patrimonial por parte do governo. Usando o padrão norte-americano como *benchmarking* - dada afinal a tendência à convergência entre os dois sistemas financeiros - os cenários desenhados por Hoshi & Kashyap (1999) indicam ainda estar por vir uma contração maciça no tamanho da atividade tradicional de bancos comerciais no Japão.

Como se reconhece hoje, a "securitização" das finanças não elimina as funções monetárias da atividade bancária, embora as redefinindo e redimensionando (Goodhart, 1987a, 1987b). No Japão, os problemas bancários têm sido apontados como um dos elementos subjacentes ao baixo crescimento da economia japonesa na presente década.

A política monetária tem mantido as taxas de juros em níveis extremamente baixos. Por outro lado, não apenas aumentou a disposição de cobrança de velhos empréstimos pelos credores, como os bancos têm optado por se concentrar na liquidação ou no *writing off* de empréstimos existentes e na aquisição de títulos do governo. O montante de novos empréstimos bancários tem se aproximado de zero. O aperto creditício tem atingido em cheio as pequenas e médias empresas, amplificando também a influência das flutuações nos preços dos ativos sobre o desempenho macroeconômico (Bayoumi, 1998).

O governo japonês, nos anos 90, já implementou várias medidas de saneamento bancário: programas de absorção de empréstimos inadimplentes e de bancos falidos; estabelecimento de bancos-ponte para incorporar cooperativas de crédito falidas; programas de provisão de recursos para *writing off* de créditos podres etc. Por outro lado, as fusões e fechamentos que ocorreram até aqui não reduziram substancialmente a capacidade instalada na intermediação bancária. Estando correta a hipótese de que houve uma postergação no ajuste e uma sobre-vida expansiva na estrutura bancária, nos anos 80, a eliminação de créditos podres nas carteiras (ainda distante do fim, restando os 7% do PIB acima mencionados) não prescindirá de reduções em seu tamanho. O ajuste bancário ainda estaria, no presente ano, longe de estar concluído.¹

Se o lado "real" da economia pudesse crescer à revelia da crise e do aperto na oferta de crédito bancário, o próprio ajuste bancário poderia ser facilitado mediante renovação de ativos em suas carteiras, não tendo que limitar-se aos atuais títulos do governo e seu baixo rendimento. Dada a insuficiência da política monetária frouxa para reativar o crescimento, os programas de estímulos fiscais – incluindo o programa de garantia de financiamento a pequenas empresas – foram acionados pelo governo.

No entanto, os resultados têm sido desapontadores. Depois de oito anos de estagnação, com queda de 2,8% no PIB no ano passado, as previsões do JP Morgan e da Goldman & Sachs apontam, respectivamente, para meros 0,7% e 0,9% positivos de expansão neste ano. O cenário para 2000 é ainda pior: 0% ou abaixo.

A verdade é que a necessidade de reajustes na estrutura econômica japonesa vai além dos bancos e do peso dos créditos podres em suas carteiras. O saneamento dos intermediários financeiros japoneses é condição necessária para eliminar as restrições de oferta de crédito e possibilitar o ressurgimento da alavancagem de investimentos, ainda

¹ Os dois principais partidos políticos japoneses mantêm visões divergentes quanto à preservação de bancos insolventes resgatados e quanto ao tamanho da estrutura a resultar do ajuste. Os Democratas defendem o cenário de um setor bancário japonês menor e mais sólido, enquanto o LDP interpreta a crise bancária como um problema de insuficiência de capital e não de excesso de capacidade bancária.

que agora mediante *securities*. Mas o saneamento não será suficiente para a recuperação de investimentos enquanto não houver interesse dos investidores produtivos. Neste contexto, porém, nem as atuais baixas taxas de juros - em torno de 2% para títulos de 10 anos -, nem os programas de estímulos diretos e indiretos à demanda implementados pelo governo, têm conseguido revitalizar o investimento das corporações japonesas.

As empresas japonesas têm, na direção exatamente oposta, reescalonado para baixo suas inversões. Estima-se um excesso de capacidade instalada em torno de 15% do PIB, cuja eliminação deverá ocorrer de modo gradual, para tanto supondo-se manutenção de baixos níveis de investimentos pelas empresas. Deste modo, pode-se esperar menos falências do que ocorreria com o reconhecimento explícito dos excessos e insucessos no investimento passado, mas o preço a pagar deverá ser um processo mais longo de retração na formação de capital.

Além disso, a proporção das dívidas em relação ao faturamento de médias e pequenas empresas continua elevada. Não se pode esquecer, inclusive, que a desvalorização de ações e de propriedades, após o estouro das bolhas imobiliária e acionária, fez encolher o valor patrimonial e de colaterais também de empresas não-financeiras – e não apenas dos bancos.

O retorno sobre os ativos produtivos caiu brutalmente nos anos 90. Um estudo recente do JP Morgan (1999) mostra que essa queda tem se dado mais pelo declínio das vendas em relação aos ativos instalados do que pelas margens de lucro nestas vendas, atestando a presença de um problema de excesso de capacidade.

A resposta das empresas tem sido levantar aquela margem de lucro e o valor de seus ativos mediante estratégias de redução de custos e de "downsizing". Nas décadas passadas, usaram a "engenharia reversa" para desvelar e aprimorar tecnologias importadas, transformando-se então numa referência paradigmática, para o resto do mundo, quanto a novas formas de organização da produção e dos métodos de gestão. Agora, parecem estar importando a reengenharia!

O problema, como se sabe, é que a redução de custos, bem como o "downsizing", não garantem a retomada macroeconômica. Faz-se necessário, para esta retomada, que o enxugamento das linhas de produção e do emprego seja contrabalançado por ampliação dos mercados. Além disso, a reestruturação de empresas tem melhorado seu desempenho financeiro, mas a exploração de novas oportunidades de investimento e a criação de novos empregos supõem a superação da atual aversão à tomada de riscos que marca a economia japonesa. O ajuste corporativo tem sido defensivo e, enquanto assim permanecer,

difícilmente estímulos de demanda provenientes do consumo doméstico ou dos gastos públicos serão suficientes para disparar um ciclo expansivo.²

A redução no emprego e nos rendimentos diretos e indiretos do trabalho, desde o ano passado, não tem precedentes dentro dos padrões japoneses. Não por acaso, se por um lado as projeções do consumo doméstico apontam para sua estabilidade até o ano 2000, por outro não se pode esperar dele o impulso de demanda que reduziria a ociosidade da capacidade instalada.

E as oportunidades abertas pelas vendas ao exterior, elemento chave na trajetória de crescimento no passado? Na verdade, tais oportunidades têm sido aproveitadas com maior intensidade relativa a partir das subsidiárias no exterior. Estas são mais lucrativas e não se defrontam com aperto de crédito (JP Morgan, 1999).

Enquanto isso, o déficit fiscal, enquanto proporção do PIB, deverá subir dos 6,9% do ano passado para 8,2% este ano. Quando são incluídos o impacto dos planos de ajuda e o passivo previdenciário oculto nas estimativas para a dívida pública, algumas sugerem que esta se aproxima de 300% do PIB (Dornbusch, 1999). Os estímulos fiscais, já não tão exitosos até aqui, tenderão a se defrontar com limites de expansão no futuro. Para quem pensa nos créditos externos acumulados pelo Japão, é preciso lembrar que, primeiro, são em grande parte privados e não líquidos e, segundo, que seu deslocamento de fora para financiar o setor público teria de ser compulsório ou com custos elevados.

Em resumo: as fontes de sobre-expansão japonesa das décadas passadas parecem estar exauridas e o desafio repousa na descoberta de novas formas, agora típicas de uma economia na fronteira. Resta ver em que medida a economia japonesa poderá adquirir os traços da "nova economia". Enquanto isso não ocorrer, permanecem as tendências de reduzidos investimentos privados e de não-reativação plena da demanda doméstica. Também se fará necessária a conclusão do ajuste bancário.

² A hipótese da "armadilha pela liquidez" e de taxas negativas de juros de equilíbrio na economia japonesa, argumentada por Krugman (1998), pode ser vista como expressão de carência de oportunidades de investimento e/ou de elevada aversão a riscos em sua avaliação. Dado que os presentes níveis de poupança financeira não se diferenciam substancialmente dos passados, torna-se mais adequado enxergar a atual situação a partir dos deslocamentos na função de investimentos, ao invés dos "excessos de poupança".

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Bayoumi, T. (1998). The morning after: explaining the slowdown in Japanese growth in the 1990s, IMF Working Paper.
- Canais, J. (1997). Universal banking: international comparisons and theoretical perspectives. Oxford: Clarendon Press.
- Canuto, O. (1994). Brasil e Coréia do Sul: os (des)caminhos da industrialização tardia. São Paulo: Nobel.
- Canuto, O. & Lima, G. T. (1999a). Desdobramentos da globalização financeira: regulação substantiva e procedimental. Texto para Discussão n. 69, IE-Unicamp.
- Canuto, O. & Lima, G. T. (1999b). Crise bancárias, redes de segurança financeira e *currency boards* em economias emergentes, Revista Econômica do Nordeste, (no prelo).
- Cargill, T.F., Hutchinson, M.M. & Ito, T. (1997). The political economy of Japanese monetary policy, Cambridge, Mass: The MIT Press.
- Dale, R. (1996). Risk and regulation in global securities markets. N. York: John Wiley & Sons.
- Dornbusch, R. (1999). "Um enorme problema de dívida", Conjuntura Econômica, IBREFGV, junho, (p. 21-2).
- Goodhart, C. (1987a). Why do banks need a central bank?. Oxford Economic Papers, 39.
- Goodhart, C. (1987b). Central banking. *In* Eatwell, J., Milgate, M. e Newman, P. (orgs.) The New Paigrove: A Dictionary of Economics, London: Macmillan.
- Hoshi, T. & Kashyap, A. (1999). The Japanese banking crisis: where did it come from and how will it end?, NBER working paper n. 7250, julho.
- JP Morgan (1999). Asian Financial Markets – Third Quarter 1999. Cingapura, 30 de julho.
- Krugman, P. (1998). "It's baaack: Japan's slump and the return of the liquidity trap", Brookings Papers on Economic Activity, Outuno.