

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
PROGRAMA DE PÓS GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

IMPERFEIÇÕES NO SISTEMA FINANCEIRO: CAUSAS, CONSEQÜÊNCIAS E O CASO JAPONÊS

Autor: André Eduardo de Mello Tucci

Professor orientador: Roberto Camps Moraes

Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS como quesito parcial de obtenção de grau mestre, modalidade profissionalizante.

Porto Alegre, 2001

SUMÁRIO

	<u>Página</u>
Introdução	7
Capítulo 1: Problemas de assimetria e suas conseqüências	9
1.1: Imperfeições no mercado financeiro: assimetria de informação e problema do agente principal.	10
1.1.2: Problema de seleção: racionamento de crédito	10
1.1.3: Problema do agente principal	13
1.2: Efeitos macroeconômicos das imperfeições de mercado	16
Capítulo 2: Sistema financeiro e suas características	20
Capítulo 3: O Caso Japonês	28
3.1: A constituição do sistema financeiro japonês e suas conseqüências	28
3.1.1: A cronologia e objetivos do sistema financeiro japonês	29
3.2: Década de 80, as mudanças no sistema financeiro japonês e a bolha especulativa	33
3.3: A crise financeira	36
Conclusão	40
Bibliografia	41

LISTA DE FIGURAS E TABELAS

Figuras	<u>Página</u>
Figura 1 - Relação retorno do banco versus taxa de juros.....	11
Figura 2 - Oferta e demanda por crédito.....	12
Figura 3 - Aprovação de projetos em dois cenários: mercados perfeitos e mercados Imperfeitos.....	18
Figura 4 - Oferta de crédito sob o efeito da riqueza.....	19
Figura 5 - Volume de empréstimos para investimentos ou aquisição de imóveis em bilhões de yens.....	34
Figura 6 - Comportamento do índice nikkei e do preço por imóveis nas seis principais cidades japonesas.....	35
Tabelas	<u>Página</u>
Tabela 1 - Percentual da composição do passivo em empresas não financeiras	23
Tabela 2 - Comparativo entre a taxa de retorno sobre o PL e a taxa de retorno sobre o ativo.....	37
Tabela 3 - Comparativo entre EUA e Japão quanto a ação sobre bancos em dificuldade.....	39

RESUMO

A proposta deste trabalho é apresentar as imperfeições no mercado financeiro, suas conseqüências macroeconômicas e por fim, apresentar um caso, o japonês.

No primeiro capítulo introduzimos os diferentes casos de imperfeição tratados pela teoria econômica e quais são seus efeitos macroeconômicos. No segundo capítulo como se organizam e quais são as características dos diferentes sistemas financeiros, e como eles interagem com as imperfeições do sistema financeiro. No terceiro e último capítulo observamos como a crise financeira japonesa retrata as imperfeições existentes no mercado financeiro.

ABSTRACT

The objective of this paper is reviewing the financial market imperfections, under the economic theory, and its macroeconomic consequences, at the end, I present the Japanese case, as a classical financial crisis example.

At the first chapter, we introduce some market imperfections characteristics observed by the economic theory and its macroeconomic consequences. On the second chapter, I present different forms of financial systems, its characteristics, and the interaction with the market imperfections. At the last chapter, I present the Japanese financial crisis as a classical example that carries some features of market imperfection.

INTRODUÇÃO

O objetivo do sistema financeiro é permitir que os agentes econômicos que desejam poupar no presente para consumir no futuro o façam da forma mais eficiente possível. O sistema financeiro ótimo é aquele que ao menor custo de transação e com a mais completa informação viabiliza a alocação dos recursos superavitários nas melhores alternativas de risco e retorno. A importância deste fundamento está na capacidade da economia gerar riqueza.

No entanto, os mercados financeiros possuem imperfeições próprias de sua natureza. A evolução das formas em que cada sistema financeiro se constitui busca criar condições para que estas imperfeições sejam minimizadas reduzindo eventuais desequilíbrios de preço ou de oferta.

Neste contexto, este trabalho pretende, primeiro, no capítulo 1: (i) realizar uma revisão teórica do que são as imperfeições no mercado financeiro e como elas afetam a decisão dos agentes econômicos; (ii) mostrar os efeitos macroeconômicos das imperfeições de mercado. No capítulo 2 destacar como cada sistema financeiro se organiza, mitigando ou exacerbando estas imperfeições de mercado. Por último, no capítulo 3 pretendemos descer a um exemplo clássico, o sistema financeiro japonês, onde a sua formatação foi essencial para um modelo de desenvolvimento que teve sucesso até os anos 80 e que do mesmo modo exacerbou imperfeições de mercado que levaram a estagnação econômica desde o colapso do sistema financeiro.

Enfim, o objetivo do trabalho é apresentar a importância da organização do sistema financeiro no sentido de mitigar as imperfeições de mercado. Para isto estilizamos o que são estas imperfeições de mercado e seus efeitos, como os sistemas financeiros são organizados e um exemplo clássico de seus efeitos.

A escolha da economia japonesa como um caso clássico¹ chama a atenção sob dois aspectos, o sucesso até os anos 80 e o fracasso desde então. A economia japonesa nas décadas de 70 e 80 encontrou seu apogeu tornando-se definitivamente a economia com maior crescimento no século 20. Chamava a atenção não só a excelente performance, mas, sobretudo a originalidade com que ocorriam as relações de trabalho, de organização industrial e societária. Creditava-se à este “novo modelo” a excelente performance da economia japonesa. Ocorre que no final dos anos 80 a economia japonesa experimentou o que diversas economias já haviam experimentado: uma crise financeira decorrente de uma alta sem precedentes dos ativos (imóveis e ações). Foi como um fim de festa. Desde então, já faz mais de uma década que o Japão vem tentando reerguer sua economia, e o que era objeto de originalidade, passou a ser, junto com políticas macroeconômicas equivocadas, a razão da baixa capacidade de recuperação.

¹ A literatura econômica faz uso de outros casos como por exemplo a crise de 29, ver Bem Bernanke (1983), para dar destaque a importância deste tema. Fruto da mesma crise o Federal Reserve em 1933 o Glass-Steagall Act criou importantes limitações na separação entre banco comercial, de investimentos, seguradoras entre outras restrições, que vem sendo nos últimos anos relaxadas, no sentido de mitigar problemas de assimetria e conflito de interesses.

CAPÍTULO 1

Problemas de Assimetria e Suas Conseqüências

“(...) financial system has important effects on overall investment and on the quality of the investment projects that are undertaken, and thus on economies growth over extended periods. Because the development of the financial system may be a by-product, rather than a cause, of growth, this argument is difficult to test.(...)”

David Romer (1995) p379-80

Em uma economia de mercado os agentes econômicos tomam decisões de investimento de acordo com suas expectativas de risco e retorno. No entanto, no mercado financeiro há imperfeições que dificultam a decisão de investimento e que fazem com que os recursos superavitários não se direcionem na quantidade e no preço ótimo aos agentes econômicos que demandam empréstimos.

Essas imperfeições do mercado financeiro dificultam a percepção adequada do risco e do retorno do investimento. Elas podem gerar avaliações equivocadas, produzindo distorções na oferta e na determinação do preço e do crédito. Em casos extremos, elas criam ambientes de excessivo otimismo ou pessimismo, com sérias repercussões sobre a atividade econômica.

Na avaliação do sistema financeiro japonês e de sua crise veremos, primeiro, na literatura econômica, como estas imperfeições do mercado de financeiro são tratadas e que *fatos estilizados* e funções são características de um sistema financeiro organizado. Em segundo lugar veremos os efeitos macroeconômicos que as imperfeições de mercado produzem.

1.1. Imperfeições no Mercado Financeiro: Assimetrias de Informação e o Problema do Agente Principal

Podemos classificar as imperfeições que ocorrem no mercado financeiro como consequência da (1) assimetria de informação (2) e do problema do agente principal.

A assimetria de informação produz um equilíbrio que, comparado a um ambiente de completa perfeição dos mercados, não seria um ponto ótimo de mercado. Neste caso ela gera um racionamento de crédito, ou uma alocação imperfeita dos recursos econômicos. Já quanto ao problema do agente principal a sua principal consequência esta relacionada ao conflito de interesse e risco moral entre os agentes econômicos envolvidos, como entre acionistas e executivos, bancos e executivos e acionistas e bancos.

1.1.2 Problema de Seleção: Racionamento de Crédito

Nos mais diversos mercados o preço tem exclusivamente a função de ajuste entre oferta e demanda. No mercado de crédito a taxa de juros não exerce exclusivamente esta função. A oferta de crédito existe para aqueles empreendimentos onde a taxa de retorno esperada seja suficiente para remunerar e pagar o empréstimo, ou seja, é uma transação entre presente e futuro. Neste caso envolve um componente de probabilidade de sucesso do empreendimento. A quantidade de informação sobre o projeto, bem como, o apetite por risco entre banco e empreendedor é assimétrica. Isto faz com que o banco recorra a taxa de juros como instrumento de sinalização do risco, retirando o seu caráter de elemento exclusivamente de transação, tornando-a ineficiente no *clearing* puro do mercado.

O que o banco percebe é que a alta na taxa de juros real tem um efeito adverso, inviabilizando os projetos com baixo risco retorno e incentivando projetos com alto risco retorno. O efeito sobre o pool da carteira de empréstimos é negativo a partir de um determinado ponto conforme gráfico abaixo:

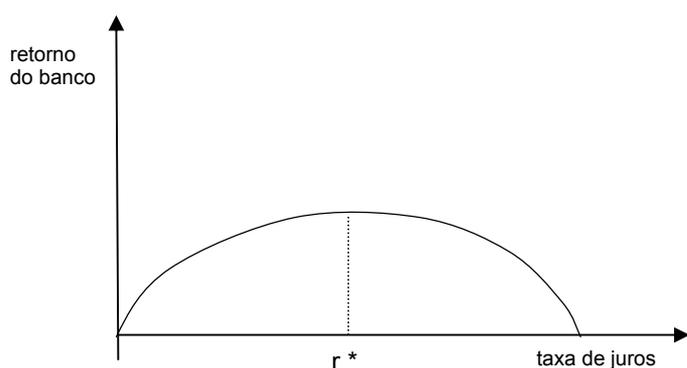


Figura 1: Relação retorno do banco versus taxa de juros
 Fonte: Stiglitz, Joseph e Andrew Weiss (1981)

Os bancos entendem que a partir de “uma taxa ótima” r^* , a qualidade do risco piora proporcionalmente mais do que a remuneração. Neste caso a elevação da taxa de juros tende a criar um racionamento de crédito, “empoçando liquidez” ao invés de elevar a oferta, ou seja, mesmo havendo demanda disposta a pagar taxas de juros superiores, ela não terá acesso ao crédito.

O gráfico na página 12 destaca a relação risco retorno do portfolio dos bancos (4º quadrante) versus a oferta (curva Ls) e demanda (curva Ld) de crédito (1º quadrante) e a remuneração paga pelos bancos aos depositantes (3º quadrante). No gráfico 2 p representa o retorno dos bancos e a equivalente remuneração paga aos depositantes.

Este gráfico foi utilizado por Stiglitz e Weiss (1981) para estilizar o racionamento de crédito².

² Outros trabalhos estilizaram e contribuíram para o tema do racionamento de crédito como Jaffe, Dwight e Franco Modigliani (1969), Jaffe, Dwight (1976) e para uma revisão ver Blanschar, Oliver e Stanley Fischer (1989) capítulo 9.

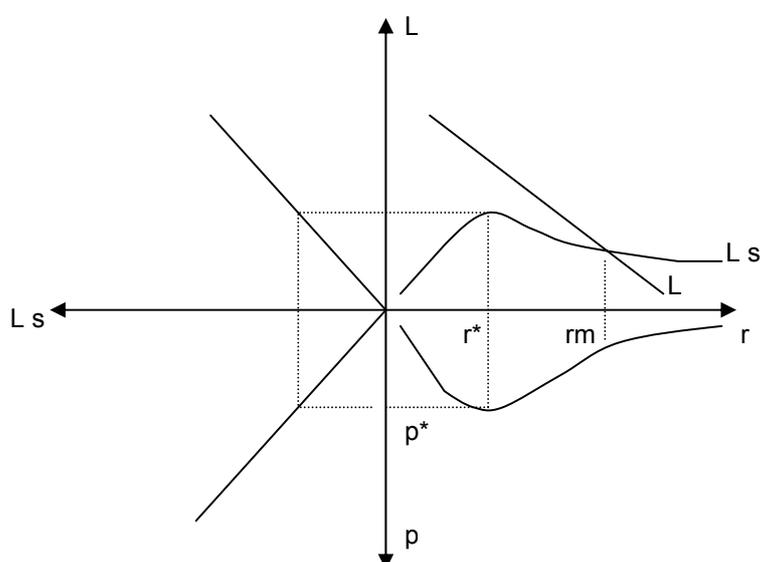


Figura 2: Oferta e demanda por crédito
 Fonte: Stiglitz, Joseph e Andrew Weiss (1981)

Neste caso, como já mencionado, a razão do racionamento vem da escassez de informação associada ao efeito que a taxa de juros exerce sobre a decisão de investimento no que tange a seleção dos projetos de maior ou menor risco. Foi seguindo a formalização de Stiglitz e Weiss (1981) que estilizamos o modelo de racionamento de crédito como segue abaixo.

Considerando θ como a distribuição probabilística dos retornos R e considerando uma diferença entre a possibilidade de retorno do banco, equação 1, no empreendimento frente a probabilidade de retorno do empreendedor, equação 2, onde C é a garantia e B é o principal do empréstimo:

$$(1) P(R, r) = \int \min [R + C; (1+r)B] dF (R, \theta)$$

$$(2) \Pi(R, r) = \int \max [R - (1+r)B; - C] dF (R, \theta)$$

Está claro que para uma mesma função de distribuição θ , que responde pela distribuição de probabilidade de retorno do projeto, o empreendedor arca com todas as

possibilidades ao longo desta função de distribuição. Por outro lado o banco terá seus retornos limitados ao longo desta função de distribuição a R menor ou igual a $(1+r)*B$.

Neste sentido podemos destacar algumas conclusões do efeito da taxa de juros sobre a decisão de empréstimo e investimento:

1. Para uma taxa de juros r^* há um valor crítico para a distribuição risco retorno onde a empresa somente toma emprestado se $\theta > \theta^*$;
2. A medida que a taxa de juros sobe ela desloca igualmente θ^* , reduzindo a demanda por crédito dos projetos de menor risco retorno e aumentando a oferta dos projetos maior risco retorno;
3. O lucro do banco é uma função decrescente do risco do empréstimo;

Outra conclusão, que podemos adiantar em relação a questão do agente principal é o claro conflito de interesse entre o banco e o empreendedor. O banco tem como teto o juros sobre o principal, enquanto o empreendedor tem um potencial de retorno ilimitado, o que faz com que a mínima alteração da taxa de juros o empreendedor opte por projetos com maior risco e retorno.

1.1.3 Problema do Agente Principal

Até o momento apresentamos o problema específico da seleção adversa e seu efeito direto, o racionamento de crédito. O problema do agente principal é consequência do conflito de interesse entre o principal e o agente. A teoria identifica relações de conflito e assimetria de informação que geram ineficiências.

O problema existe na medida em que o principal delega a um agente a prestação de um serviço ou empréstimo de um recurso tendo como contrapartida um prêmio. A função ou recurso delegado supõe o empenho ótimo do agente em maximizar a função delegada diante da remuneração concedida. O problema surge em função de duas discrepâncias. Pela assimetria de informação o agente conhece mais a execução do serviço, ou a aplicação de um recurso. Pela divergência de interesses, a execução ou

aplicação ótima dos recursos pelo agente não é necessariamente igual a função objetivo do principal.

O modelo do agente principal é muito usado na literatura de seguros e na economia do trabalho, mas, no nosso caso, referente ao mercado financeiro, interessa-nos observar o conflito entre o acionista e o administrador (*equity*) e entre o credor e devedor (*debt*).

Os problemas destacados estão no risco moral, *hidden actions*, e no risco da informação, *hidden information*. Para cada um destes casos existem duas forma de solução à estas imperfeições de mercado. A primeira é criar uma estrutura de incentivos que faça o interesse do principal ser maximizado pelo agente a um custo mínimo. A segunda forma está em ter uma maior fiscalização e punição às divergências em relação ao interesse do principal. Em ambos os casos há um custo adicional.

No que tange, especificamente à questão o entre acionista e o administrador existe um conflito básico onde, por principio, interessa somente ao acionista a maximização do lucro. Ao administrador interessa a remuneração pelo menor esforço. O administrador tem uma função objetivo diferente da função objetivo do acionista.

Apresentamos abaixo o modelo destacado por Mas-Collel e all(1994) para a definição do que seria o contrato ótimo entre o acionista e o administrador na solução do problema do risco moral.

Neste modelo o acionista busca a maximização do lucro, Π , que depende do esforço empregado pelo administrador. O esforço, e , pode ser, e_l (esforço baixo), ou e_h (esforço alto). A expectativa de lucro quando o administrador escolhe e_h será sempre maior:

$$(3) \int \pi f(\pi|e_h) d\pi > \int \pi f(\pi|e_l) d\pi .$$

Entretanto, o administrador tem uma função utilidade $u(w,e)$, onde w é a remuneração tal que, para simplificarmos, $u(w,e) = v(w) - g(e)$, onde $v'(w) > 0$, $v''(w) \leq 0$, e $g(e_h) > g(e_l)$. Ou seja, a sua utilidade é crescente em remuneração e decrescente em esforço.

A solução deste problema ocorre em três perspectivas. A primeira onde o problema é somente de conflito, ou seja, o esforço é observado, portanto, não há assimetria e a solução passa por um problema de maximização de lucros restrito a função utilidade ser maior ou igual aquela de mercado u^* , conforme visto abaixo:

$$(4) \text{ MAX } \int (\Pi - w(\Pi)) f(\Pi|e) d\Pi$$

$$\text{s.a } \int v(w(\Pi)) f(\Pi|e) d\Pi - g(e) \geq u^*$$

Neste caso o contrato ótimo que soluciona o problema do agente principal é o nível de esforço que maximiza a função acima restrita à satisfação do administrador.

No segundo caso o esforço não é observado, o que dificulta a solução do problema na medida que este se soma ao problema de assimetria. A solução deste problema, supondo que o administrador seja neutro ao risco³, é criar um esquema de incentivos suficiente para que a sua função utilidade esteja associada ao interesse do acionista.

Neste caso supõe-se que o acionista vende o projeto por uma constante k de tal forma que $w(\Pi) = \Pi - k$, o que faz com que o administrador escolha o esforço, e , necessário para maximizar a sua utilidade:

$$(5) \int v(w(\pi)) f(\pi|e) d\pi - \alpha - g(e) \geq u^*$$

Neste caso, estilizamos o problema do agente principal a fim de distinguir o problema de informação e o problema do conflito. O importante a destacar é que o problema do agente principal pode ser visto sob várias perspectivas, mas sempre dentro de um problema de assimetria de informação e de um conflito de interesses entre as partes.

Como exemplo do modelo, destacamos a contribuição de Jensen (1986) que identificou o conflito de interesses entre acionistas e administradores nas indústrias que

³ A introdução do agente avesso ao risco faz com que o incentivo através do lucro não seja satisfatório dado que o lucro não é uma constante.

apresentam sobra de caixa, ou seja, que possuem um lucro adicional. O objetivo do acionista seria buscar um incremento na distribuição dos dividendos. Isto se choca com a visão do administrador, que envolve mais investimentos, sejam eles em diversificação de negócios ou em novos projetos. O administrador, segundo Jensen, vê na maximização do tamanho do empreendimento um aumento de seu poder, ao possibilitar novas oportunidades à gerência, que, em uma estrutura tradicional, é o único incentivo. Ou seja, a sua função utilidade neste caso estaria vinculada ao poder.

A estrutura de incentivos e os conflitos inerentes sobretudo no caso do administrador e acionista são fundamentais para compreendermos um pouco a organização das firmas japonesas frente as americanas e a repercussão que estas relações tiveram sobre as decisões de investimento. Como cada ambiente econômico soluciona ou cria problemas de agência estilizamos a relevância de como a função objetivo de cada agente, no processo de alocação de recursos, pode estar desvinculada à maximização do lucro e como funciona o processo de conflito e incentivo dentro da teoria econômica.

1.2. Efeitos Macroeconômicos das Imperfeições de Mercado

As imperfeições de mercado trazem importantes alterações nos fundamentos microeconômicos da macroeconomia como a inexistência do *clearing* no mercado de crédito e questões relativos a teoria da agência.

Em um contexto de perfeição de mercado, os agentes econômicos buscam aqueles projetos que tem uma expectativa de retorno acima do custo oportunidade de mercado, r .

Assim, na determinação do investimento interessam somente duas variáveis, a taxa de juros r e a expectativa de retorno do projeto, Π , sendo que a execução do projeto requer que $\Pi > 1+r$. Entretanto, em um ambiente de assimetria de informação, a taxa de juros ganha novo papel e muitas outras variáveis passam a afetar o investimento de

tal forma que a viabilidade de um projeto passa a exigir que $\Pi > 1 + r + A$, onde A denota os custos de agência⁴.

O racionamento de crédito, como decisão ótima das instituições financeiras diante da falta de informação relativa à qualidade dos empréstimos⁵, apresentada na seção anterior, tem importantes repercussões sobre a política monetária. Uma delas ficou sendo conhecida como o canal de empréstimos da política monetária⁶. No modelo de racionamento de crédito a elevação da taxa de juros, além de agir sobre a demanda por crédito, age também sobre a oferta. A repercussão que a elevação dos juros tem sobre a seleção de projetos de alto risco faz com que a oferta se restrinja por desconhecer o caráter de cada projeto sabendo de seus efeitos adversos.

Já a riqueza (W), uma variável que em um ambiente de simetria de informação não é relevante na decisão sobre a viabilidade do investimento, passa a ter um forte efeito quando há custos de agência. Ela aumenta a amplitude dos ciclos econômicos. Podemos considerar a riqueza como sendo a capacidade do empreendedor em se auto financiar. A redução da riqueza amplia a necessidade de buscar recursos externos, assim como reduz a capacidade do empreendedor de oferecer garantias, o que eleva os problemas de agência decorrentes de uma captação externa, como por exemplo o custo do monitoramento.

Neste sentido temos dois efeitos. Em um ambiente sem custos de agência a avaliação do nível de riqueza é irrelevante já que, na alocação de recursos entre os poupadores ou investidores, não serão avaliados os custos de transação, sendo a única variável a rentabilidade do projeto. Em um ambiente de assimetria de informação os agentes selecionam os projetos mais rentáveis, bem como os que demandam menos recursos externos. Os gráficos abaixo ilustram bem a diferença entre ambos os casos:

⁴ David Romer (1995) apresenta A como sendo função de $A(c, r, W, \Pi)$, onde c é o custo de verificação do projeto e W é riqueza, segundo Romer que $A_c > 0$, $A_r > 0$, $A_w < 0$, $A_\Pi < 0$.

⁵ Stiglitz and Weiss (1981) apresentam o racionamento de crédito como uma posição ótima de mercado diante da assimetria de informação.

⁶ Para maiores detalhes veja Kashyap e Stein (1994), Kashyap e Stein (1993), Miron, Jeffrey et al (1994), Bernanke, Ben e Alan Blinder (1988) e Blinder, Alan e Joseph Stiglitz (1983)

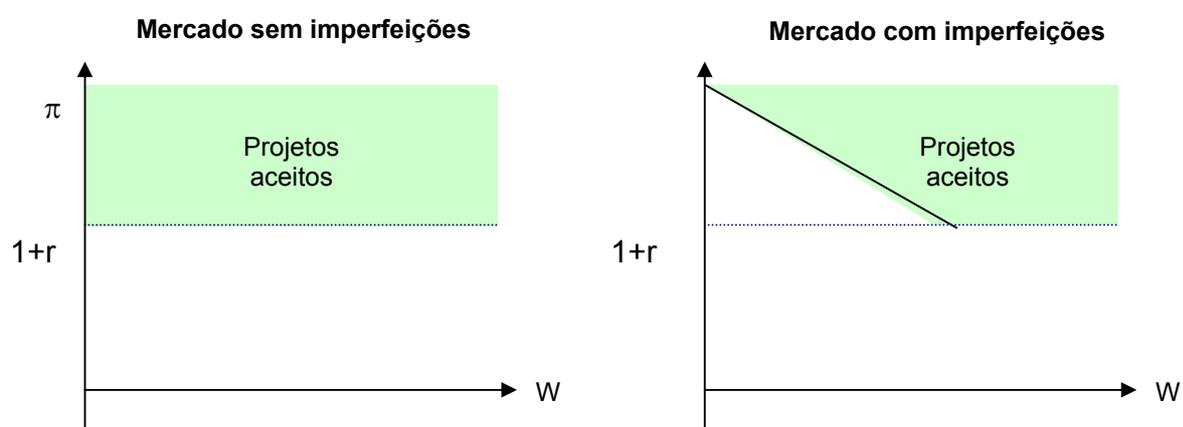


Figura 3: Aprovação de projetos em dois cenários: mercados perfeitos e mercados imperfeitos
 Fonte:Elaborado pelo autor

Conforme a figura 3 acima, o reflexo da relação riqueza e oferta de crédito pode ser observada na relação entre oferta e demanda por investimentos em gráficos apresentados por Bernanke, Ben e Mark Gertler (1989). Neste caso observamos no agregado o efeito da riqueza ou qualquer outro custo de agência sobre a oferta de crédito para investimentos.

Em um ambiente de informação perfeita a curva SS na Figura 4 é a curva representativa da oferta de crédito para investimentos. Introduzindo o problema da agência a riqueza passa a ser fator relevante para projetos de menor retorno, ou seja, a capacidade de dispor de bens em garantia ou ter uma alta capacidade de financiar-se passam a ser determinantes nestes casos⁷.

Como pode ser visto a curva $S'S'$ representa uma posição de quase completa garantia, enquanto $S''S''$ representa uma posição de menor poupança entre os empreendedores. Nos extremos das curvas de oferta há uma tendência de convergência visto a alta rentabilidade dos projetos, o que justifica o investimento baseado estritamente no retorno do projeto.

⁷ A capacidade de oferecer garantias ou de comprometer-se mais com recursos próprios é um bom indicador do grau de comprometimento do agente, o empreendedor, diante do projeto, o que intuitivamente reduz os custos de agência.

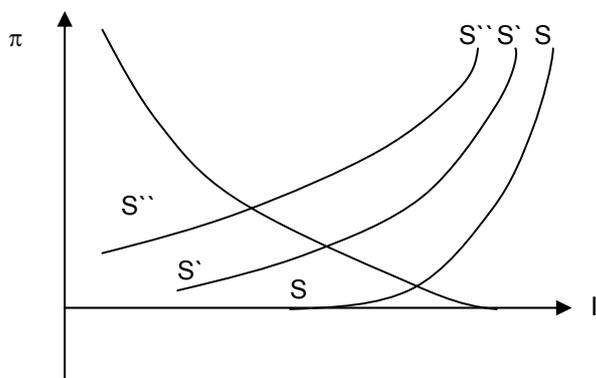


Figura 4: Oferta de crédito sob o efeito riqueza
 Fonte: Bernanke, Ben e Mark Gertler (1989)

Conforme a descrição, e como bem destacam Bernanke, Ben e Mark Gertler (1989)⁸, o efeito da riqueza funciona como um acelerador, sendo pró-cíclico no sentido que reduz os custos de agência, acentuando, porém, a amplitude dos ciclos econômicos e a flutuação dos investimentos. Assim, é importante frisar o efeito que os choques no valor dos ativos trazem sobre a riqueza líquida e, conseqüentemente, sobre os custos de agência. Uma reavaliação negativa dos ativos na economia reduz sensivelmente a capacidade de alavancagem das famílias e firmas.

Para o caso do Japão é importante sublinhar o efeito que a correção dos ativos teve sobre a economia. Lembramos que a riqueza líquida pode ser utilizada como instrumento de garantia. Assim, qualquer inflação ou deflação de ativos reais terá forte repercussão sobre os investimentos. Portanto, podemos discutir mais a frente como a inflação dos ativos na década de oitenta no Japão, com uma baixa taxa de juros, associados a utilização destes ativos como instrumento de garantia para alavancar novos empréstimos, pode explicar parte dos problemas hoje enfrentados pelos bancos japoneses com relação a qualidade de seus empréstimos.

⁸ Ver também sobre este o efeito riqueza e seus efeitos macroeconômicos Bernanke (1993), Greenwald et al (1984), Calomiris (1993), Borio et al (2000), Shiratsuka, (2000),

CAPÍTULO 2

SISTEMAS FINANCEIROS E SUAS CARACTERÍSTICAS

O objetivo do capítulo 1 foi apresentar os problemas microeconômicos existentes no mercado financeiro e como a existência deles afetam a performance macroeconômica. Embora a decisão de regulamentar o sistema financeiro leve em conta os problemas relativos a imperfeições de mercado, outras demandas e abordagem são consideradas, e em muitos casos com efeitos contraditórios.

Na literatura econômica existe uma ampla discussão quanto a melhor forma de organização do sistema financeiro. Existem países onde a organização do mercado financeiro favorece as empresas a captarem recursos diretamente no mercado de capitais. Neste caso os bancos como intermediários tem um papel menos relevante. Esta característica é conhecida como *market-driven*. Por outro lado, há países onde o mercado de capitais é pouco atraente ou não dispõe de liquidez suficiente, e neste caso os bancos tem um papel preponderante. Estes são sistemas financeiros onde as empresas utilizam o canal bancário para captar recursos em mercado. Logo abaixo definimos as principais características para cada estrutura:

Mercado de Capitais

O mercado financeiro com preponderância no mercado de capitais caracteriza-se por ter :

- (1) Transparência;
- (2) Preço dos ativos marcados a mercado;
- (3) Requer alta liquidez e pulverização;
- (4) Controle Externo⁹

Nestes casos a necessidade de se ter um mercado pulverizado e liquido restringe a possibilidade de qualquer país contar com o mercado de capitais como sua principal fonte de alocação de recursos.

Instituições Financeiras

As instituições financeiras no que se refere a liquidez tem maior capacidade de gerar um pool de liquidez. Elas oferecem escala com respeito a custos de monitoramento, de transação, sendo chamados, no caso de bancos universais, “one stop shop”.

“if we live in Arrow-Debreu world, there would be no need for financial intermediaries, except perhaps to reduce transactions costs. Information frictions, however, create a role for financial intermediaries. Under these circumstances, it is well established that financial intermediaries such as depository institutions can improve the allocation of resources by offering liquidity services (transforming liquid assets into liquid liabilities) and by providing monitoring services.”

Santos (1998) pg 1

Como destacado no texto acima existem dois pontos a destacar quanto ao papel das instituições financeiras:

- (1) Alta capacidade de gerar um *pool* de liquidez;
- (2) Capacidade diluir os custos de monitoramento;

⁹ O “outsider-controlled” esta é a definição dada por Frankel et al (1991) para o sistema financeiro anglo saxão orientado por mercado e com uma distinção sobretudo quanto ao *corporate governance* em relação ao sistema financeiro com preponderância em intermediários onde o corporate governance caracteriza-se por ser “insider controlled”.

A questão do monitoramento neste caso é colocada como sendo primordial, pois os pequenos investidores não tem tempo, tamanho e escala para impor o monitoramento e assumir seus custos. Embora, no mercado de capitais a figura dos fundos e das agências de risco mitiguem a questão do monitoramento.

A relevância do monitoramento está na assimetria de informação entre o empreendedor, o tomador do recurso, e quem vai investir este recurso¹⁰. Como estilizado no capítulo 1 o primeiro conhece o projeto, sua capacidade de retorno e risco e a real necessidade de capital de terceiros. O segundo tem menos informação quanto a estas questões, ou seja, a menos que o investidor arque com os custos de monitoramento está aberta a possibilidade para que o empreendedor possa escolher o projeto mais arriscado, ou o projeto de menor necessidade de capital de terceiros, podendo usar o restante para consumo próprio. Em suma, não monitorar o capital investido significa abrir uma janela para o problema do risco moral.

De um modo geral, as empresas possuem um ciclo natural. Em um primeiro momento desenvolvem-se com lucros retidos e capital próprio, já no segundo estágio tomam recursos em bancos, passam a ser monitoradas e portanto a ter um histórico de comportamento desenvolvendo reputação junto ao mercado. No último estágio tornam-se suficientemente maduras para emitir títulos e ações em mercado. Os sistemas financeiros mais organizados para as empresas captarem recursos em mercado têm este ciclo mais prematuro, as empresas não precisam se tornar grandes conglomerados para irem a mercado e eventualmente, como ocorre no mercado norte americano, superam algumas etapas deste ciclo.

Em mercados onde os bancos tem uma maior preponderância e o mercado de capitais é pouco desenvolvido somente as grandes empresas apresentam suficiente atratividade e liquidez para ir a mercado.

Em países com o sistema bancário mais regulamentado existe para cada um destes estágios um agente, seja o banco comercial quando o assunto é dívida, seja, o banco de investimentos quando o assunto é títulos e ações em mercado. Já nos mercado

¹⁰ Sobre este tema veja Diamond (1991) sobre a escolha entre empréstimos bancários ou emissões de empréstimos à mercado versus as questões de reputação e monitoramento. Sobre monitoramento ver também Demsetz (1985)

menos regulamentados os bancos universais prestam todos os tipos de serviços financeiros acompanhando todo o “ciclo de vida da empresa”, e em alguns países possuem autorização ou mesmo são incentivados a formarem conglomerados industriais.

Quantificando esta diferença podemos destacar no quadro abaixo como se distinguem os sistemas financeiros na forma como alocam os recursos:

Tabela 1 Percentual da composição do passivo em empresas não financeiras (1971-1996)

	Alemanha	Japão	Reino Unido	EUA
Empréstimos Bancários	49,5	56,8	14,3	15,3
Securities*	18,8	42,5	65,2	72,2
Outros	31,7	0,7	20,5	12,5

*considerando equity

Fonte: Canals (1997) e contas nacionais dos respectivos países

Diversos trabalhos já foram realizados comparando cada estrutura de sistema financeiro. Considerando que esta distinção fundamentalmente representa a forma como cada país aloca os seus recursos entre poupança e investimento, Allen e Gale (1997) pg 523-24 realizaram um comparativo de performance entre o sistema com preponderância em intermediários e sistema financeiro orientado pelo mercado. Os autores concluíram de que a performance do mercado com preponderância em intermediários gerou menor volatilidade sobre a atividade econômica, na comparação EUA e Alemanha frente ao choque do petróleo.

“ In Germany where savings are mostly placed with intermediaries such as banks and insurance companies and assets are not market to the market, the effect was rather different. Since their claims in intermediaries were fixed in nominal terms, these individuals did not suffer a fall in wealth as their counterparts in the United States and would not have been forced to reduce their consumption.”

O fato está que o mercado financeiro alemão sendo fechado e concentrado em poucos bancos permite, segundo os autores, o acúmulo suficiente de reservas para momentos onde os ativos tenham baixos retornos. Neste caso a competição e a abertura do mercado reduziria a margem dos bancos o que elevaria segundo Allen e Gale (1997) a volatilidade dos choques externos.

Em suma, a literatura destaca o papel do intermediário na alocação dos recursos quanto a escala e proximidade que tem para monitorar o tomador dos recursos, reduzindo o problema do risco moral. A contribuição de Gale e Allen foi abordar a capacidade que esta organização tem, frente ao mercado de capitais, de absorver o impacto dos choques externos. Difere na medida que o sistema financeiro marcando a mercado os choques econômicos, aumenta o efeito pró cíclico da atividade econômica, como apresentado no capítulo 1 enquanto o caso alemão na década 70, conforme Allen e Gale, foi capaz de absorver este impacto.

Um item que também distingue ambos os casos, e que tem repercussões microeconômicas na alocação dos recursos, é o *corporate governance* ou gestão corporativa.

O controle externo realizado pelos acionistas no mercado norte americano tem como *target* a maximização do lucro. A publicação da performance com regularidade, transparência, a utilização de auditores externos conhecidos e o comprometimento e acompanhamento das metas são os mecanismos utilizados pelos acionistas, bancos e agências de rating para que haja convergência na função objetiva dos acionistas e administradores. Mecanismos de opções também foram sendo introduzidos ao longo dos anos 80 e 90 como forma de reduzir as assimetrias e a aumentar convergência.

O controle interno é muito controvertido quanto a solução dos problemas de moral hazard e assimetrias de informação. Hoshi et al (1991 pg 224-60) apresenta que no Japão o controle dos bancos sobre as empresas¹¹, formando conglomerados conhecidos como *keiretsu* proporcionavam dois benefícios. O primeiro, já observado,

¹¹ Controle exercido por participações cruzadas e forte monitoramento do banco;

refere-se à qualidade dos créditos concedidos; o segundo, como consequência, leva estas

empresas a não enfrentarem problemas quanto a racionamento de crédito¹², optando inclusive pela reorganização em vez da falência. Contudo, a crise no Japão suscitou que dois aspectos fossem revistos.

O primeiro quanto a eficácia dos bancos em reduzir o risco moral, ou o problema do *free rider*. O segundo ponto quanto à opção pela reorganização em oposição a falência como um padrão eficiente na alocação dos recursos.

A eficácia quanto à redução do risco moral é fortemente questionada por Boyd et al (1998 p 426-32). Os autores constroem um modelo onde se supõe que haja no sistema financeiro seguro para depositantes. Desenvolvem as opções de um banco que está em um ambiente onde são permitidas participações acionárias, e outro, onde a atividade bancária restringe-se a dívida. O que os autores verificaram é que no primeiro caso a oportunidade de gozar os benefícios como acionista relaxa o interesse e rigor quanto às vantagens que o monitoramento traz ao problema do risco moral. O problema se exacerba com o seguro de depósito: o banco pode fazer uso dos depósitos optando ao invés de dívida por participação acionária elevando o potencial de retorno, assim como o risco da carteira.

Neste caso, em situações limite, onde o banco está com posição frágil, a participação acionária gera um conflito de interesses e um problema de risco moral na medida que esta participação altera a natureza do banco como intermediário na alocação dos recursos, fazendo com que a função delegada de monitorar dada pelos depositantes perca efeito.

Os autores deixam claro os riscos inerentes a esta posição, p 427-28:

“When banks are allowed to take equity positions, and to assume some control rights, their incentives to control moral hazard problems can be substantially

¹² Os autores enfatizam neste caso a maior eficiência institucional do modelo japonês frente ao americano destacando a questão do custo de capital: *“While international cost-of-capital comparisons are generally quite difficult to make, the evidence here documents that Japanese institutions may enable firms to mitigate capital market imperfections.”*

attenuated. Indeed, under universal banking¹³ banks can share more easily in the benefits of “misallocating” funds, and they can more easily pass losses onto the FDIC. This exacerbates problems of moral hazard along both dimensions. Moreover, by exercising their control rights, banks can force firms to “misallocate” funds even when this is beneficial to the bank.”

Da mesma forma, um sistema financeiro que evita falências, reestruturando um negócio com mais aporte de recursos, passa a prolongar a vida de projetos e investimentos que mostraram, na falência, sua inviabilidade. Portanto, na prática, como regra a reestruturação de empresas não parece uma opção eficiente.

A definição quanto a melhor organização do sistema financeiro não se restringe a melhor solução na alocação eficiente dos recursos. A decisão entre propiciar uma maior participação no mercado de capitais versus instituições financeiras considera também (1) a capacidade deste país gerar liquidez suficiente através do mercado de capitais; (2) da capacidade do estado ter maior controle sobre a liquidez e da flutuação econômica, países com poucos bancos permitem que haja este controle. No caso da participação acionária de bancos é uma derivação extrema do segundo caso, onde há o interesse em formar-se grandes conglomerados e facilitar a alocação dos recursos a estes conglomerados.

Em suma, o fato de uma economia ter preponderância no canal bancário ou no mercado de capitais depende primeiro da liquidez e da capacidade de pulverização deste mercado, e, segundo, de uma decisão de política econômica em deixar mais ou menos a cargo do mercado a decisão sobre a alocação dos recursos. O que podemos concluir, sim, são dois pontos básicos.

Primeiro, independente da organização que um sistema financeiro possua cada agente deve ter seu papel dentro do processo de alocação bem claro e as regras e controles devem ser rígidos no sentido de evitar ao máximo os problemas de assimetria.

¹³ Os autores qualificam bancos que podem ter posições acionárias em clientes como sendo bancos universais, o que não é necessariamente regra, um banco pode ser universal, ou seja, atuar nos mais diferentes produtos e serviços do mercado financeiro, porém podendo haver regras quanto a participação dos grupos financeiros em atividades não financeiras.

Segundo, não há dúvida que o sistema orientado pelo mercado possui uma estrutura de incentivos mais objetiva e clara na alocação dos recursos, que seja a maximização do lucro.

CAPÍTULO 3

O CASO JAPONÊS

O que traçamos até o momento neste trabalho foi (1) apresentar a natureza das imperfeições no mercado financeiro e suas conseqüências; (2) uma comparação entre diferentes característica dos sistemas financeiros e como estas de fato mitigam ou exacerbam as imperfeições no mercado financeiro.

Neste capítulo estaremos vendo o sistema financeiro japonês diante dos fatos estilizados apresentados no primeiro capítulo e da característica de seu sistema financeiro. O caso japonês chama atenção para a análise, não pela crise dos anos 80, mas sobretudo pela dificuldade em reerguer-se. Neste caso veremos que as características do sistema financeiro e a forma como elas enfrentaram a crise explicam a dificuldade em sair dela.

Com este intuito dividimos este capítulo em três tópicos: o primeiro, irá abordar a constituição do sistema financeiro japonês, suas motivações e características. O segundo, irá apresentar a evolução dos fatos que levaram a alta dos ativos e por último veremos os problemas enfrentados desde então com a fragilidade do sistema financeiro japonês.

3.1 A Constituição do sistema financeiro japonês e suas características

A concepção do sistema financeiro japonês surgiu como instrumento de fomento ao desenvolvimento da indústria japonesa centrado nos grandes conglomerados nacionais.

Em linha gerais podemos destacar as características do sistema financeiro japonês do pós guerra como sendo:

1. estrutura de financiamento com ênfase no sistema bancário (em 1982 representavam 80% dos financiamentos a indústria);

2. intervencionismo do governo;
3. incentivo a formação de conglomerados;
4. estrutura de capital e de decisão que reduz o papel do acionista.

O objetivo de centralizar a alocação dos capitais através de bancos e limitar a participação do acionista foi o modelo de desenvolvimento encontrado para alavancar o maior volume de recursos para os setores considerados estratégicos. A estabilidade no emprego “*life time employment*” e um plano de carreira definido garantia o comprometimento dos empregados em relação as metas de crescimento e a competitividade das empresas¹⁴.

Portanto, a organização do sistema financeiro foi realizada dentro de um projeto de desenvolvimento econômico fortemente orientado pelo governo.

Diferentemente dos sistemas financeiros ocidentais, a concentração bancária e a redução do papel do acionista não fomentavam formas alternativas de investimentos. Associada a isto a pressão sobre a formação de poupança gerava uma massa de recursos a um baixo custo que fomentava a indústria nacional. Em suma, o sistema financeiro foi estruturado dentro de um processo de desenvolvimento orientado pelo governo.

3.1.1 A Cronologia e Objetivos do Sistema Financeiro Japonês

Voltando ao início do século 20 os fatos evidenciam que houve diante das experiências enfrentadas nesta época uma forte orientação governamental sobre o sistema financeiro.

Até os anos 30 o Japão tinha um sistema financeiro mais voltado ao que caracterizamos no capítulo anterior como *market oriented*. Em 1931 87% dos recursos captados eram em mercado, segundo, Noguchi (1998 p 404-06), com forte influência

¹⁴ Para ver como o sistema financeiro japonês dentro de um contexto amplo do seu modelo de desenvolvimento veja Aoki (1990)

do acionista sobre as decisões corporativas. A participação dos bancos era marginal, e havia quase que um acesso livre ao setor bancário segundo Saxonhouse (1998).

Entretanto, a partir de meados dos anos 30 até 1942 uma série de políticas intervencionistas e protecionistas foram adotadas, muitas delas associadas aos projetos de expansionismo militar do governo japonês.

Em 1931 todas as dívidas corporativas deveriam ter garantias reais, já em 1938 foram impostas, sob a Lei de Mobilização Nacional (*Kakka Sodo-in-ho*), limitações sobre a distribuição de dividendos, assim como sobre a ação dos acionistas dentro das corporações (na época eram os principais executivos das empresas). Em 1939 foi restrito o montante de lucros que uma companhia poderia realizar. Até os anos 30 algumas multinacionais como a Ford e a GM dominavam a produção local de automóveis.

Em 1936 foi decretado a Lei da Indústria Automobilística (*jidosha Seizo Jigyo-ho*). O seu objetivo era *“to establish the automobile industry in order to contribute to national defense and industrial development of Japan.”* segundo Noguchi (1998 p 405). Este ato proporcionou incentivos fiscais e financiamentos para os produtores nacionais, enquanto os fabricantes externos bem como as importações eram sobre taxados. Leis semelhantes surgiram com relação a outras indústrias no mesmo período. Também ocorreu uma forte concentração entre bancos comerciais incentivada pelo governo. Eram 1.402 em 1926, passaram a ser 186 em 1941 e terminaram em 61 bancos em 1945¹⁵.

Um exemplo que sintetiza o objetivo do governo japonês é um dos objetivos impostos ao Banco do Japão em 1942 e que perdurou até 1997. Conforme Noguchi (1998) pg 405:

“...(old) Bank of Japan law, which remained until 1997 as one of the most important laws guiding Japan’s financial system. The law, modeled on the German Reichbank Law of 1939, was enacted in 1942 in order to put the finishing touches to the wartime

¹⁵ Noguchi (1998)

financial controls. It declares that 'The Bank of Japan must perform its mission solely for the purpose of accomplishing the goals of the nation.'

Neste sentido, a construção do sistema japonês tinha como objetivo restringir a ação privada na decisão quanto a alocação dos recursos. O objetivo era preservar um horizonte de longo prazo na decisão de investimento, onde o objetivo era crescer.

Para este fim as características apresentadas aqui foram extremamente relevantes:

1. reduzir a importância do acionista na tomada de decisão;
2. sistema bancário fechado, concentrado em alguns bancos como parte de conglomerados industriais;
3. executivos e empregados com alta estabilidade, plano de carreira e forte gerência sobre as decisões das empresas;
4. intervencionismo governamental.

Estas características criaram uma estrutura de incentivos que mantinha um compromisso de todas as partes quanto ao sucesso dos empreendimentos. No entanto, este compromisso não era o lucro, bem como não era gerar valor. Reduzir o poder de decisão do acionista nas decisões corporativas neste caso fazia sentido¹⁶. Sem o acionista ou o empreendedor os bancos foram utilizados como fonte de financiamento.

Os bancos, dentro de uma estrutura concentrada e sem concorrência captavam recursos em depósitos a baixos custos, que eram incentivados pelo governo a serem direcionados às indústrias que faziam parte do projeto de desenvolvimento econômico do Ministério da Fazenda. A estabilidade, o plano de carreira, com uma estrutura de incentivos definida, e por outro lado o risco de intervenção dos bancos sobre a administração em caso de fracasso comprometeram os administradores e empregados com uma visão de longo prazo.

¹⁶ Conforme Noguchi (1998) sobre a hipótese de não haver este sistema financeiro: *"resources would necessarily have been diverted during the early 1950' to projects that yield quick returns and, as a result, the heavy-industry-led economic growth would not have materialized..."* Murphy (1992) reforça este aspecto: *"...the very existence of Japan's automobile industry demonstrates that Japanese managers do not think about capital costs the way their U.S. counterparts do. No conventional cost-of-capital analysis would have justified the decision in the mid-1950s to build na*

Conforme destacado abaixo por Canals (1997) pg 193 o papel desta estrutura de organização proporcionou os recursos necessários para a expansão da indústria japonesa no mercado internacional no pós guerra conforme segue abaixo:

“this relationship between banks and industrial companies consolidated itself for cultural reasons: the preference of Japanese employers for establishing implicit contracts rather than maintain a pure market relationship. (...) This relationship between banks and companies deepened in the 1960’s in response to the goal sought by many Japanese industrial companies: growth of sales and market share in the global markets. Normally, the shortage of long term financial resources is one of the major factors limiting a company’s growth. The coalition between banks and companies helped to ease this problem in Japan.”

Existiram incentivos na organização da firma e dentro dos conglomerados no sentido de realizar ganhos de produtividade melhorando processos e produtos¹⁷; o que foi obtido justamente no mercado externo onde a empresa japonesa era exposta a competição. Entretanto, o sucesso quanto a decisão de investimento tinha um sério problema de conceito, o objetivo não era o lucro, maximizava-se tamanho, *market share*. O capital colocado a disposição não era orientado pelo retorno do projeto, o que criava em alguns casos problemas de excesso de investimentos. Em suma, com um mercado financeiro regulado a avaliação do custo oportunidade, do retorno, do risco do investimento e sobretudo do custo do capital não fazia sentido.

A partir do fim dos anos 70 algumas mudanças começaram a surgir. Os ganhos de produtividade naturalmente começaram a crescer a taxas decrescentes. Enquanto por outro lado o início da abertura do sistema financeiro criou um ambiente de concorrência no sistema financeiro que começou a reduzir os vínculos entre empresas e bancos.

automobile industry that could take on U.S. automakers. Once the decision had been made, however, managers turned to the question of how industry could be financed.

3.2 Década de 80, as mudanças no sistema financeiro japonês e a bolha especulativa

Nos anos oitenta algumas mudanças estruturais começaram a ocorrer no sistema financeiro japonês. Pelo lado da poupança em 1979 começou a haver a desregulamentação das taxas de juros pagas aos depositantes, que se estendeu até 1994 quando foi completamente desregulamentada. A remuneração aos depositantes até então era bem inferior a de mercado por força da intervenção do governo em tornar o custo do capital, para algumas indústrias consideradas estratégicas, barato. Quanto a aplicação dos recursos, os bancos passaram a ver seus grandes clientes a utilizarem-se do mercado financeiro internacional. O governo começou no fim dos anos 70 e permitir o acesso de suas empresas a este mercado em razão da crescente presença de investimentos externos, bem como de uma posição preponderante no comércio internacional.

Neste contexto os bancos japoneses começaram a enfrentar uma maior concorrência diante de uma redução de margem na captação de recursos e uma maior concorrência na aplicação dos recursos frente ao mercado internacional de capitais pelas grandes firmas japonesas.

Este novo cenário fez com que a redução de margem na captação não fosse totalmente repassada a outra ponta diante da concorrência. Frente a este desafio os bancos japoneses começaram a aumentar o volume de empréstimos., sobretudo para as pequenas e médias firmas antes racionadas em detrimento das grandes corporações, o que significou uma forte redução na qualidade dos empréstimos.

O gráfico abaixo é um exemplo do aumento no volume de empréstimos no setor imobiliário. No período de 1985 à 1990 o percentual de depósitos remunerado a taxas de mercado passou de 20% para 70%. Porém houve uma forte concentração de empréstimos no setor imobiliário e para investimentos em bolsa.

¹⁷ Segundo Akaoshi (1996) de 1960-92 o crescimento anual da produtividade foi de 6,82% em *tradables* e 3,79% *non-tradables*. Enquanto os EUA teve um crescimento de sua produtividade respectivamente de 2,85% e 0,65% ao ano.

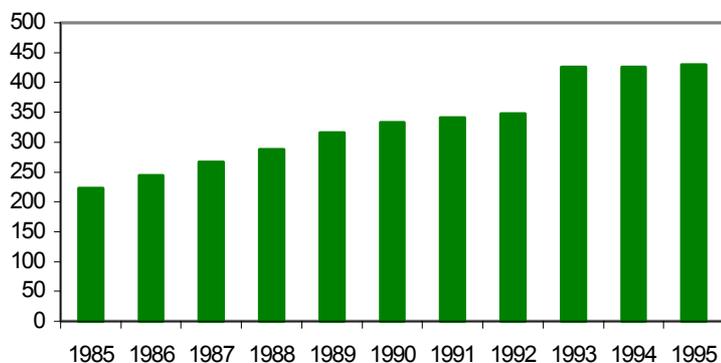


Figura 5: Volume de empréstimos para investimentos ou aquisição de imóveis em bilhões de ienes

Fonte: Banco Central do Japão

A concentração de empréstimos ao setor imobiliário e no mercado de capitais foi impulsionada pela estrutura de incentivos adotada, ou seja, utilizar a garantia real como critério preponderante na concessão do crédito. Ter ativos reais passou a ser instrumento para alavancar novos empréstimos independentemente do retorno dos projetos. Os bancos, por sua vez, utilizavam também ações pelo valor de mercado como capital para alavancar novos empréstimos. Assim, a valorização da ação entrava como lucro contábil e permitia a expansão de novos empréstimos direcionados seja para o mercado acionário, seja para o mercado imobiliário.

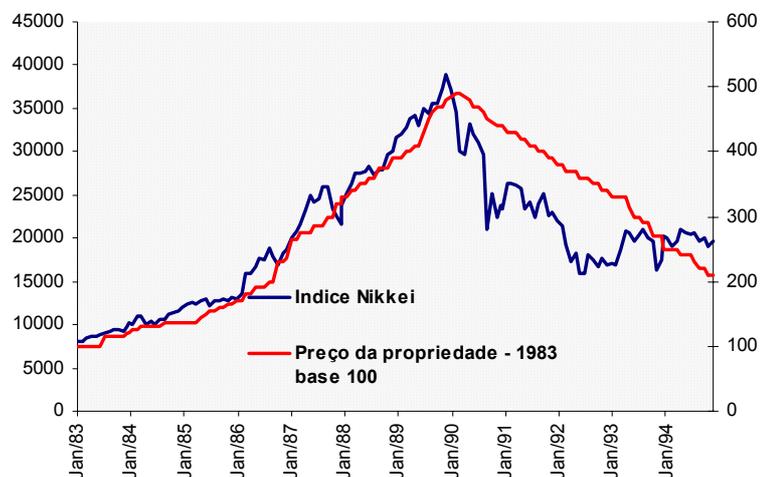


Figura 6: Comportamento do índice Nikkei e do preço dos imóveis nas 6 principais cidades japonesas

Fonte: Banco Central do Japão

Está claro que durante os anos oitenta com a desregulamentação do sistema financeiro, os bancos foram retirados de sua “zona de conforto” para um ambiente de concorrência. No entanto, a estrutura de incentivos e os hábitos anteriores se mantiveram. Os bancos quando emprestavam para empresas do grupo estavam mais preocupados com a valorização do papel para novas alavancagens do que efetivamente com a qualidade do crédito.

O efeito foi o demonstrado no gráfico 6 onde a valorização dos ativos imobiliários sobre valorizaram gerando o efeito riqueza comentado no capítulo 1.

Na página 21-22 apresentamos a citação de Boyd et al (1998) quanto ao conflito de interesses do banco quando este assume papel de acionista ao mesmo tempo que monitora a qualidade do empréstimo. Os empréstimos alavancados sobre garantias de preços sobre valorizados alimentavam novas valorizações.

Assim, a distorção do preço dos ativos- ações e imóveis- conjugados à redução da taxa de juros em 1985 que se estendeu até 1989, conferia uma sensação de

permanente baixa de juros, o que incentivava novos empréstimos e investimentos a estes setores, ver novamente gráfico 6.

O problema dos bancos começou a se configurar quando em 1988 foi estabelecido o Acordo da Basileia para se estabelecer um requerimento mínimo de alavancagem de ativos sobre o capital, bem como um padrão internacional para classificação

Embora tenha sido importante o Acordo da Basileia naquele momento evidenciou a fragilidade dos bancos japoneses, de tal forma que as medidas adotadas em 1989, o aumento da taxa de juros, e em 1990, impostos e taxa sobre os imóveis, para conter a alta dos ativos fizeram seus preços desabarem. Caíram junto a capacidade de retorno dos investimentos realizados, e a cobertura dos ativos dados como empréstimo e, por fim, o capital próprio dos bancos. Este último efeito causou forte restrição ao crédito. Os bancos japoneses neste momento ficaram distantes do requerimento mínimo da Basileia que teriam que atingir até 93, o que terminou com qualquer possibilidade de recuperação no curto prazo da economia japonesa.

3.3 A Crise financeira

A crise financeira japonesa como foi exposto no tópico anterior não foi diferente de outras que ocorreram no passado. Como vimos no capítulo 1 a alta dos ativos, principalmente imóveis, gerava um círculo vicioso. As empresas buscavam empréstimos utilizando-se destes como garantia; a valorização dos imóveis aumentava o apetite por novos investimentos, sobretudo no setor imobiliário, que utilizados como garantias, geravam sucessivas altas de preço.

Neste sentido fica evidente o componente pró cíclico do efeito riqueza sobre o investimento como vimos no capítulo 1. Por outro lado, quando a capacidade de repagamento destes investimentos foi se frustrando e as garantias começaram a ser exercidas iniciou-se uma queda generalizada de preços, gerando efeitos pró-cíclicos que exacerbaram a recessão¹⁸.

¹⁸ O gráfico 6 mostra o potencial de alavancagem e depressão que a alta dos ativos exerceu sobre a economia japonesa. Sobre este tipo de efeito veja Meza (1987), Bernanke (1993), Shiratsuka (2000) e Mankiw (1992)

O impacto que esta reversão trouxe ao sistema financeiro e conseqüentemente sobre a economia foi imenso na medida que:

1. o canal bancário é de longe a principal fonte de financiamento na economia japonesa;
2. os ativos sobretudo imóveis e terrenos levaram os bancos a alavancaram suas posições sob empréstimos duvidosos.

Este processo de alavancagem e baixo retorno podem ser visto no quadro abaixo:

Tabela 2 Comparativo entre a taxa de retorno sobre PL e a taxa de retorno sobre os ativos

	Período 1988-90	
	Retorno/PL	Retorno/Ativos
Reino Unido	16,58%	11,96%
EUA	14,12%	10,30%
Alemanha	16,58%	7,49%
Japão	17,42%	5,94%

Fonte: OECD e Canals (1997)

Muito embora o retorno sobre o capital fizesse supor que a performance dos bancos japoneses estivesse adequada aos padrões internacionais, os retornos sobre os ativos traziam uma perspectiva mais clara do que vinha acontecendo. A alta alavancagem e baixo retorno, o retorno sobre o capital, no quadro, a melhor performance dos quatro países, estava sendo efetuada com capital de terceiros a um baixo retorno. Na medida que foram surgindo problemas nos empréstimos efetivados os bancos não contavam com capital próprio suficiente, o risco ficava com os depositantes.

Este cenário nos leva ao que de fato diferencia a crise japonesa das demais crises. A crise japonesa repousa, sobretudo na gestão corporativa, na organização industrial e financeira. Como vimos no capítulo 1 na medida que o banco passa a ser também acionista da empresa para a qual pertence, uma das suas principais funções se não a

principal como intermediário, o monitoramento, perde a eficácia e a natureza do banco como intermediário passa a ser duvidosa¹⁹ lesando o depositante e em última instância todo o sistema financeiro.

Kanaya et al (2000) pg25 destaca a estrutura corporativa japonesa como a principal razão e dificuldade para a economia japonesa reerguer-se.

“... An important feature of Japanese financial culture is the main bank system. The main bank, delegated by other lenders, acts as a quasi-insider monitor of the borrowing firm and as a mediator when borrowers fall into stress. (...) However the effectiveness of the main bank system (one of the cornerstones of Japanese corporate governance) began to suffer when the main banks themselves came under stress...”

Kanaya (2000) destaca como este tipo de proximidade é ineficiente para a saúde dos ativos financeiros e para economia perpetuando a ineficiência:

“...In the 1990 Japanese banks reportedly restructured nonviable loans by reducing interests and extending their maturity. It was non uncommon for banks to capitalize unpaid interest and to open new credit lines in order for borrowers to repay overdue loans ...”.

Assim, a estrutura de capital onde os tomadores e os bancos possuíam posições cruzadas de ações preservava o comprometimento de ambas as partes com a fonte de financiamento. Ao mesmo tempo o próprio corpo de funcionários possuía significativa posição acionária. Neste cenário tendo como principal fonte de financiamento os bancos e em última instância o depositante, não havia comprometimento com resultados e com os acionistas e, conseqüentemente, não havia pressão sobre a eficiência de gestão eficiente sob o ponto de vista econômico, o lucro.

¹⁹ Ver Boyd (1998) como vimos no capítulo 1 como o problema do Moral Hazard impacta o sistema financeiro.

Esta fonte teve sucesso enquanto houve poupança e, dentro de uma visão de governo de alocação que suportava e remunerava a alavancagem efetivada. Na medida que os ganhos de produtividade foram ficando escassos e a economia avançou para uma bolha especulativa ela encontrou um ambiente pouco crítico, com pouco controle e supervisão para que este tipo de problema fosse evitado. Esta estrutura corporativa mostrou-se pouco flexível para ajustar-se e prolongou a ineficiência na economia.

O baixo vigor do Banco Central Japonês quanto às penalidades aos baixos ratios de alavancagem ficam evidentes quando comparados a às sanções da supervisão americana. Como segue abaixo um exemplo das ações realizadas por cada instituição para cada caso:

Tabela 3 Comparativo entre EUA e Japão quanto a ação sobre bancos em dificuldades

JAPÃO		EUA	
Capital Level	Regulatory Action	Capital Level	Regulatory Action
Capital ratio < 8 for banks with intern oper.	Formulation of a plan	"Undercapitalized"	Suspend dividends
Capital Ratio < 4 for banks without intern oper.		Total < 8 for banks	Suspend Managemnt fees
		Tier 1 capital < 4	Require capital rest plan Restrict asset growth
Capital ratio < 4 for banks with intern oper.	Suspend dividends	"Significantly"	Same as above
Capital Ratio < 2 for banks without intern oper.	Suspend Managemnt fees Require capital rest plan Restrict asset growth	"Undercapitalized"	Order Recapitalization
		Total < 6 for banks	Restrict interaffiliate transa.
		Tier 1 capital < 3	

Fonte: FRANKEL (1991)

CONCLUSÃO

Neste trabalho fizemos uma revisão das ineficiências do mercado financeiro, seu impacto sobre as decisões dos agentes econômicos causando alterações significativas na alocação do capital e na flutuação macroeconômica.

Vimos no capítulo 2 que existem diferentes formatos na constituição dos sistemas financeiros e que a definição de regras claras e estruturas de incentivos objetivas podem minimizar substancialmente o efeito das assimetrias. Muito embora, nem sempre o efeito desestabilizador que as assimetrias de informação podem gerar são consideradas na constituição dos sistemas financeiros. Os EUA sempre desde a crise de 1929 tiveram uma maior preocupação com esta questão. Neste sentido procuramos no capítulo 3 apresentar o caso japonês, onde este ponto foi negligenciado em favor de uma política de desenvolvimento em que o sistema financeiro desempenhou um papel preponderante. O efeito nos 80 foi desestabilizador sobre os bancos de tal forma que a falta de um sistema financeiro saudável explica a incapacidade japonesa de se reconstituir até os dias de hoje.

Preocupados com este ponto o BIS (Bank of International Settlements) vem buscando cada vez mais uniformizar algumas práticas bancárias como o estabelecimento de nível mínimo de capital para alavancar operações, definição de tipos de capital, não utilizando o valor de mercado, mas o valor contábil, entre outras práticas. A finalidade é restringir ao máximo a possibilidade que alguns momentos de euforia tais como o que apresentamos a respeito do Japão, e que já ocorreu inúmeras vezes ao longo dos últimos séculos, sejam capazes de progredir além de um limite razoável.

No caso japonês estas medidas vieram tarde, os últimos 10 anos vem sendo de extrema dificuldade na medida que os bancos japoneses tem mostrado pouca

transparência e disposição de reconhecer uma série de empréstimos mau concedidos que vem contribuindo para as dificuldades japonesas de retomada econômica.

BIBLIOGRAFIA

ALLEN, Franklin e Douglas Gale. Financial markets, intermediaries, and intertemporal smoothing. Journal of Political Economy, v.105, n3, p 523-46, 1997

AOKI, Masahiko. Toward an Economic Model of the Japanese Firm. Journal of Economic Literature, v.28, n3, p 1-27,1990

BERNANKE, Ben S. e Mark Gertler. Agency costs, net worth, and business fluctuations. American Economic Review, v.79, n° 1, p.14-33 ,1989.

BERNANKE , Ben S. e Alan Blinder. Credit, money and the aggregate demand. American Economic Review, papers and proceedings, v.78, n°2, p 435-39, 1988.

BERNANKE, Ben S. Nonmonetary effects of the financial crisis in the propagation of the Great Depression. American Economic Review . v.73, n°3, p. 257- 76, 1983.

BLANCHARD, Oliver e Stanley Fischer. Lectures on Macroeconomics. The MIT Press 1989.

BLINDER, Alan e Stiglitz, Joseph. Money constraints, and economic activity. American Economic Review, Papers and Proceedings, v73, n°2. p. 297-303 , 1983.

BORIO, Claudio; Craig Furfine e Phillip Lowe. Procyclicality of the financial system and financial stability: issue and policy options. BIS Working Paper. n°1. site: www.bis.org p. 1-56, 2000.

BOYD, John; Chun Chang e Bruce Smith. Moral hazard under commercial and universal banking. Journal of Money, Credit and Banking, vol 30, n°3, p. 427-92, 1998.

CALOMIRIS, Charles. Financial Factors in The Great Depression. *Journal of Economic Perspective*, vol 7, n°2 , p 61-85, 1993.

CANALS, Jordi. Universal Banking. Oxford University Press. 1997.

DEMSETZ, Harold e Kenneth Lehn . The structure of corporate ownership: causes and consequences. Journal of Political Economy . vol 93,n°6, p. 1155-76, 1985

DIAMOND, Douglas. Monitoring and reputation: the choice between bank loans and directly placed debt. Journal of Political Economyvol, 99, n° 4 , . p. 689-721, 1991.

FRANKEL, Allen e John Montgomery (1991) Financial structure: an international perspective. Brookings Papers on Economic Activity. p. 257-309, 1:1991.

GREENWALD, Bruce; Joseph Stiglitz e Andrew Weiss. Informational imperfections in the capital markets and macroeconomic fluctuations. American Economic Review, papers and proceedings. v. 74, n. 2, p. 194-99, 1984

HOSHI, Takeo, Anil Kashyap, e David Scharfstein. Corporate structure, liquidity and investment: Evidence from Japanese industrial groups. Quartely Journal of Economics vol.106, Febuary, p.33-60, 1991

JAFFEE, Dwight e Franco Modigliani. A Theory and test of Credit Rationing. American Economic Review, v 59, n.5, p.850-872, 1969

JAFFEE, Dwight e Thomas Russel.. Imperfect information and credit rationing. Quarterly Journal of Economics, v. 90, p.651-66, 1976

JENSEN, Michael. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. American Economic Review, Papers and Proceedings, v 76, n°2 , p. 323-9, 1986

KASHYAP, Anil., e Jeremy Stein. Monetary policy and bank lending . In Monetary Policy , eds. Gregory Mankiw,. NBER: The University of Chicago Press. p. 221-60, 1994.

KASHYAP, Anil., e Jeremy Stein. Monetary Policy and Credit Conditions: Evidence from the composition of External Finance. American Economic Review, v.83, n°1, p.78-97,1993.

KANAYA, Akihiro e David Woo The Japanese Banking Crisis of the 1990's: Sources and Lessons. IMF Working Paper. site: www.imf.org. Janeiro 2000

MANKIW, Gregory . The allocation of credit and the financial collapse. Quarterly Journal of Economics p.455-70, v. 101, 1992.

MAS-COLELL, Andreu; Whinston, Michael e Green, Jerry R. *Microeconomic Theory* Oxford University Press. 1995.

MEZA, David e David Webb. Too much investment: a problem of asymmetric information. Quarterly Journal of Economics. p. 281-92, 1987.

MIRON, Jeffrey; Christina D. Romer e David Weil. Historical perspectives on the monetary transmission mechanism. In Monetary Policy , eds. Gregory Mankiw, NBER: The University of Chicago Press. p. 221-260. 1994.

NOGUCHI, Yukio. The 1940 System: Japan under the wartime economy. American Economic Review, papers and proceedings, v. 88, n. 2, p. 404-07, 1998.

ROMER, David. Macroeconomics. The MIT Press. 1995.

SANTOS, João. Commercial banks in the securities business: a review. BIS Working Paper n° 56: 1-21 site: www.bis.org. 1998

SAXONHOUSE, Gary. Structural change and Japanese economic history: will the 21st century be different. American Economic Review, papers and proceedings. v. n. 2, 88, p.408-11,1998.

STIGLITZ, Joseph e Andrew Weiss. Credit rationing in markets with imperfect information. American Economic Review . V. 71, n.2 , 393-410, 1981.

SHIRATSUKA, Shigenori. Asset prices, financial stability and monetary policy: based on Japan's experience of the asset price bubble. BIS Working Paper. n°1. 261-84. site: www.bis.org. 2000.

TAKATOSHI, Ito. Japan and the Asian economies: a miracle in transition. Brookings Papers on Economic Activity, 2:1996.

TAKATOSHI, Ito e Tokuo Iwaisako. Explaining asset bubbles in Japan. NBER working paper 5258. p. 1-28, 1995.