



Departamento de Economia

Monografia de Final de Curso

“Intervenção do Estado nas crises: Paralelo entre a atual intervenção americana e a japonesa da década perdida”

Paulo Weglinski Andrade

Matrícula nº: 0512279-5

Orientador: Marina Figueira de Mello

Tutor: Márcio Gomes Pinto Garcia

Junho, 2009

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor”. _____

"As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor"

SUMÁRIO

| | |
|---|-----------|
| <u>1] Introdução</u> | 4 |
| <u>2] Teoria do agente-principal</u> | 7 |
| 2.1 A Teoria | 7 |
| 2.2 A compensação por incentivos | 9 |
| 2.3 Teorias do interesse público | 11 |
| 2.3.1 Maximizadores de Bem-Estar | 11 |
| 2.3.2 Incentivos nas repartições públicas | 12 |
| 2.4 O modelo de Dobbs | 14 |
| <u>3] A intervenção Japonesa no sistema bancário (1990-2005)</u> | 19 |
| 3.1 Cenário Macroeconômico | 19 |
| 3.2 Salvando os banqueiros | 22 |
| 3.3 Salvando o sistema e punindo os banqueiros | 28 |
| <u>4] A intervenção americana na crise imobiliária</u> | 33 |
| 4.1 Salvando os bancos e os depositantes | 35 |
| 4.2 Salvando os banqueiros | 40 |
| <u>5] Conclusão</u> | 45 |
| 5.1 Japão vs USA | 45 |
| 5.2 A crise atual e as relações de agente-principal | 48 |
| 5.3. O que esperar dos próximos anos | 51 |
| <u>6] Referências Bibliográficas</u> | 53 |
| <u>7] Gráficos</u> | 55 |
| - Gráfico 1 | 55 |
| - Gráfico 2 | 56 |
| - Gráfico 3 | 57 |
| - Gráfico 4 | 58 |
| - Gráfico 5 | 59 |
| - Gráfico 6 | 60 |
| <u>8] Tabelas</u> | 61 |
| - Tabela 1 | 61 |
| - Tabela 2 | 62 |
| - Tabela 3 | 63 |
| - Tabela 4 | 64 |
| - Tabela 5 | 65 |

1] Introdução

Após o estouro da bolha das “.com”, a economia mundial entrou num período de rápido crescimento e de otimismo generalizado que resultaram num frenesi de crédito, numa banalização da alavancagem e na formação de outra bolha, a bolha imobiliária que estourou em 2007. Com a queda brusca dos preços dos imóveis, que são a garantia primária, um dos principais colaterais do mundo e a farra do crédito que existia, o começo da inadimplência teve como efeito perverso a própria desvalorização dos imóveis, criando um círculo vicioso de poucos nódulos. Com a alta alavancagem das instituições financeiras e uma também alta concentração de ativos lastreados em imóveis, a desvalorização desses e o maior risco de crédito causou um risco sistêmico onde a alavancagem por meio de derivativos, que muitas vezes faziam a exposição de instituições serem muitas vezes superiores a seus ativos ressuscitava o risco de contraparte, que já era considerado um risco apenas teórico. Com todas as instituições interligadas pela cadeia de *clearings* e liquidações, e os principais colaterais entregues tendo seu valor diluído, criou-se o conceito do “*too big to fail*”: instituições que poriam todo o sistema financeiro internacional em risco se chegassem à bancarrota. Assim sendo, o Estado se viu obrigado a salvar essas instituições e os meios mais discutidos foram a injeção direta de capital nas instituições que vacilavam e a compra com o dinheiro dos contribuintes dos chamados “ativos tóxicos”, que não tinham demanda, e por isso sua marcação a mercado estava levando os bancos à ruína. Com o fracasso destas instituições financeiras, o maior combustível para o crescimento das economias modernas, o crédito, estava escasso e ameaçava as principais economias a longos períodos de recessão.

Nos anos 90, o Japão foi atingido por uma crise muito parecida, onde os preços das casas que tinha subido muito durante a década começou a despencar, acompanhado pelo crédito e começando a levar o sistema financeiro nipônico ao colapso. O governo japonês decidiu reagir de 2 jeitos: Comprando os ativos que estavam criando problemas aos bancos e com injeção direta de capital para evitar “defaults”. Mesmo assim, várias instituições chegaram à falência desperdiçando o dinheiro público que tinha sido investido nelas e outras tiveram que ser nacionalizadas para evitar o pior. Quanto às outras que sobraram, elas continuaram pouco capitalizadas, só atingindo o capital que igualasse o montante das injeções diretas nos últimos anos do *boom* do crédito.

Portanto, as ações do governo americano que parecem, pelo menos *a priori*, muito similares com as do governo japonês, que não tiveram muito sucesso devem ser acompanhadas de perto.

Tendo tido toda a minha formação econômica e meu primeiro ano no mercado de trabalho na época de maior otimismo e tendo visto grande parte das regras mais bem fundamentas que absorvi serem chacoalhadas por essa crise, me interessei por estudá-la. Como trabalho no mercado financeiro tive que acompanhar com cuidado todas as reações contra a crise. A importância dos montantes envolvidos e a influência no pensamento econômico dos americanos no mundo fizeram com que as reações do governo norte-americano ganhassem status de “única solução possível à crise”.

Com os problemas enfrentados no congresso com o plano de aquisição de ativos tóxicos, a atenção se voltou para a injeção de capital nas instituições financeiras, cuja última experiência, no Japão, foi um fracasso. Tentar comparar “*online*” ações americanas com as dos japoneses nos anos 90 se viu necessário para ver se os erros não estavam se repetindo, se as circunstâncias e os cenários eram o mesmo e tentar prever um possível fracasso.

Como abordagem ao tema da intervenção pública numa primeira parte vamos apresentar as teorias do agente-principal, estudando as relações entre acionistas e executivos, o alinhamento de interesses via sistemas de remuneração, assunto tão atual, com os executivos sendo responsabilizados pela crise. Estudamos também a relação agente-principal entre os eleitores e o governo para entender as motivações nas intervenções. Numa segunda parte vamos abordar a intervenção dos japoneses a crise imobiliária que eles viveram na segunda metade da década de 90, sempre se concentrando nas semelhanças com a crise americana atual. Nessa parte vamos tentar diferenciar os programas usados para salvar os bancos dos programas para salvar os banqueiros. Numa terceira parte vamos nos concentrar na crise americana atual, com análise de cenário econômico e dos planos de resgate da economia com a mesma abordagem do Japão, dividindo o salvamento dos banqueiros e o dos bancos. Em seguida, vamos comparar as duas intervenções, mostrar semelhanças e diferenças e tentar tirar alguma conclusão disto. Para tal vamos tentar juntar os dados mais parecidos

sobre a capitalização dos bancos nos dois países e as necessidades de capital. Tentar comparar o tamanho das injeções com o tamanho dos *write-offs* dessas instituições para ver se o montante pode dessa vez vai ser suficiente ou se mais dinheiro dos contribuintes vai ser desperdiçado. Comparar os tipos de políticas, os volumes envolvidos e as respostas da economia.

O objetivo da monografia é de destrinchar os planos americanos de combate à crise à medida que eles forem sendo anunciados e compará-los com eventos passados, principalmente a intervenção japonesa por parecer ser muito semelhante e tentar julgar em tempo real se os erros estão se repetindo ou se estão sendo evitados.

2] Teoria do agente-principal

2.1 A Teoria

O primeiro passo na explicação da Teoria agente-principal é definir esses termos. Nesta teoria, o principal é uma parte que delega a uma outra o desempenho de alguma tarefa que irá beneficiar a primeira parte. O principal contrata um agente para executar tal tarefa. Já o agente, é a parte que executa a tarefa contratada e que irá beneficiar o principal. O principal delega uma determinada autoridade ao agente para que este execute as tarefas contratadas.

A teoria do agente-principal assume que os indivíduos são criativos, mas egoístas e maximizadores de utilidade. A teoria reconhece que nas relações hierárquicas os principais (empregadores) são apenas parcialmente capazes de observar o comportamento e a produtividade de seus subordinados (agentes) e, portanto, enfrentam o problema de risco moral (por ações ocultas).

Segundo Jensen & Meckling, uma relação de agência pode ser definida por um contrato onde uma ou mais pessoas – o principal – engaja outras pessoas – o agente – a prestar algum serviço para eles que envolva delegar alguma decisão e, portanto dar autoridade ao agente. Se ambas as partes são maximizadoras de utilidade, o principal deveria limitar os conflitos de interesses com o agente estabelecendo um programa de incentivos e incorrendo em custos de monitoramento, para limitar algumas atitudes extremas do subordinado. Jensen & Meckling insistem que esses custos de agência, que não são apenas de monitorar são tão reais quanto quaisquer outros custos. Eles podem ser custos de monitoramento pelo principal, custos de implantação e adesão aos mecanismos de controle e a perda residual, que é a perda de riqueza do principal em função do comportamento inadequado dos agentes

Os conflitos e os custos de agência se manifestam quando, por exemplo, se dá a separação entre a propriedade e a gestão e quando se estabelece um conflito de interesses entre as partes, principalmente num contexto de assimetria de informação. Um dos problemas mais comuns de agência surge quando o produto de um indivíduo depende não somente do seu próprio esforço, mas também de outros fatores, alguns dos quais podem ser mensuráveis, mas outros não.

Nos anos 70, Jensen & Meckling desenvolveram uma teoria da firma baseada sobre esta relação de agência. O Principal deve prover incentivos de modo que os administradores tomem ações no melhor interesse do principal e então monitorem resultados. Incentivos incluem opções de ações, participação nos lucros e resultados e bônus. A teoria está preocupada com o fato de como o indivíduo, o principal pode estruturar um sistema de compensação (um contrato), o qual motive um outro indivíduo, seu agente, a agir no interesse do principal. O problema do principal-agente é um tipo de problema que envolve um esforço que não pode ser monitorado e medido pelo principal e, portanto, não pode ser diretamente recompensado. A solução para este tipo de problema, como vimos, está em se requerer algum tipo de alinhamento de interesses de ambas as partes.

Os proprietários de uma firma são os acionistas que adquiriram ações como um investimento ou simplesmente investidores que adquiriram participações em fundos mútuos ou pensionistas que investiram em firmas. A maioria dos investidores está interessada na maximização do valor de seus investimentos, o qual se traduz na maximização de suas rendas (valor da ação e dividendos). Existem mecanismos que reduzem os problemas de principal e agente. Eles podem ser agrupados em dois grupos: mecanismos externos e internos: Como externos podemos considerar mercado de aquisição hostil, mercado de trabalho competitivo para executivos e relatórios contábeis fiscalizados externamente. Como internos seriam os conselhos de administração, o sistema de remuneração e a estrutura de propriedade. O mais popular e considerado o mais eficiente, o sistema de remuneração – os contratos de incentivo e remuneração são mecanismos que buscam alinhar os interesses dos executivos e dos acionistas, especialmente quando os executivos tomam muitas decisões cujo custo de monitoramento, medição e desempenho são de difícil execução por parte dos acionistas e do conselho de administração.

Os componentes básicos de um sistema de remuneração por incentivo costumam ser um salário-base pequeno, um bônus atrelado ao desempenho contábil, opções de ações e planos de incentivo de longo-prazo baseados na contabilidade em vários anos.

2.2 A compensação por incentivos

Segundo Brickley, Smith, Zimmermann e Willet o termo incentivo traz as imagens de comissões, taxas por peças produzidas e programas de bônus em dinheiro com o empregado sendo pago com base em alguma medida do produto. No entanto, generalizando, qualquer programa de compensação, seja ele explícito ou implícito, que recompense empregados por boa performance (ou puna por má performance) pode ser considerado compensação por incentivos. As recompensas não precisam ser monetárias – consistem apenas em algo que os empregados valorizam. O objetivo primário no pagamento de incentivos é aumentar o retorno dos acionistas motivando esforços dos funcionários que agreguem valor á firma. Um outro objetivo é reforçar a criação de valor da firma e seus objetivos estratégicos. Segundo eles, a questão mais importante é como desenhar um programa de incentivos que superem os potenciais custos e desvantagens.

Os problemas de incentivo existem porque existem conflitos de interesse entre os empregados e os empregadores. Tais problemas podem ser facilmente resolvidos quando as ações são facilmente observáveis (ou quando a informação é simétrica). As firmas podem observar as ações mais eficientes tomadas pelos agentes e pagá-los somente se aquelas ações são tomadas. Contudo, na maioria das situações, as ações dos agentes não são observáveis a um baixo custo (há assimetria de informações). Os problemas de incentivo surgem porque a maior parte dos custos de exercer o esforço é incorrida pelos empregados, enquanto que a maioria dos ganhos vai para os empregadores.

Dada a assimetria de informação – os agentes geralmente conhecem mais sobre suas tarefas do que os principais – nós não podemos esperar que qualquer firma ou organização funcione do mesmo modo que se a informação fosse sem custos ou que os incentivos dos principais e agentes estivessem alinhados. Para Pratt e Zeckhauser, as perdas de agência são mais severas quando os interesses econômicos dos principais e agentes divergem substancialmente, e os custos de monitoramento são elevados. Os benefícios econômicos de qualquer redução nos custos de agência serão divididos pelos principais e agentes na maioria das situações de mercado. Por isso, para eles, o principal e o agente têm um interesse econômico comum em definir uma estrutura de incentivos e

monitoramento que produza resultados econômicos os mais próximos do que seriam produzidos se os custos de monitoramento e de informação fossem zero.

Arrow identifica dois tipos de problemas de agência, o de risco moral (não sabemos o que os agentes fazem, existem ações ocultas) e de seleção adversa (existe assimetria de informação).

Segundo Levinthal, a repetição de uma relação de agência ao longo do tempo tende a melhorar sua eficiência. Quando ela se repete ao longo do tempo, os efeitos da incerteza tendem a ser reduzidos e o comportamento disfuncional é mais precisamente revelado, aliviando o problema de risco moral. Ele sustenta que o risco imposto a um agente pode ser reduzido baseando-se no desempenho individual relativo ao desempenho de outros agentes que fazem face a estados de natureza similares. Ele chama de modelos multi-agentes e contratos de torneio, já que em torneios a recompensa é função da classificação do desempenho relativo dos outros agentes.

O problema da agência é essencial na chamada “Visão Contratual da Firma” desenvolvida por Coase. A essência do problema de agência está na separação dos acionistas e do controle. Um empreendedor ou um diretor capta recursos de investidores para dar uso produtivo ou para resgatar sua participação na firma. Os investidores precisam dos administradores para investir seu dinheiro, que por sua vez precisam do dinheiro dos investidores, já que eles não têm capital próprio suficiente para suprir as necessidades de capital da firma ou querem resgatar o dinheiro aplicado no início. Mas como os investidores podem ter certeza que, uma vez que seu capital estiver comprometido, os administradores atuarão a seu favor e não em benefício próprio? Deve haver um alinhamento de interesses entre os administradores e os investidores, caracterizando uma clara necessidade de compensação por incentivos. A governança corporativa cuida deste tipo de alinhamento de interesses nesta relação agente-principal. Quando ocorrem conflitos de agência, a governança se envolve com a mobilização de forças de controle, internas e externas, voltadas para a harmonização dos interesses.

2.3 Teorias do interesse público

2.3.1 Maximizadores de Bem-Estar

Comparando empresas públicas com a iniciativa privada, as diferenças mais óbvias nas relações entre a administração e seus principais imediatos para Vickers e Yarrow são: os principais não são maximizadores de lucro; não há mercado para as ações ordinárias em posse do governo, então não tem mercado pelo controle; não existe o risco de falência por má performance financeira. Quando a iniciativa pública lida com a indústria, o objetivo é maximizar o bem-estar econômico. É a noção de que eles não estão lutando pelo bem-estar deles mesmos, como os acionistas quando maximizam lucro, mas agem pelo bem comum, o público no sentido amplo.

Segundo Vickers e Yarrow a melhor definição para especificar o bem-estar é a soma dos excedentes dos consumidores e dos produtores, S e π , respectivamente. Em outras palavras, pode-se dizer que o governo tenta maximizar um equilíbrio parcial da eficiência econômica. Existem dois grandes motivos para a o interesse público querer dar pesos diferentes aos excedentes do produtor e do consumidor.

O primeiro motivo tem caráter distributivo. Se os donos de empresas, em caso de capital pulverizado, os acionistas forem tipicamente mais ricos que a média dos contribuintes, o governo deve estar preocupado em redistribuição para reduzir transferências dos contribuintes para os acionistas. Além desse aspecto “igualitário”, os governos têm um viés doméstico de taxar (totalmente ou parcialmente) a parte dos lucros que seriam enviados para fora.

O segundo motivo para que o governo não seja indiferente em transferir recursos dos contribuintes para firmas é o custo de captação, nem sempre monetário, do dinheiro público. O pagamento de um subsídio requer aumentar a receita de imposto (que afeta o trade - off entre lazer e trabalho), pegar dinheiro emprestado (que tem o custo dos juros) ou criação de moeda (que tem como contrapartida óbvia e direta, a inflação). Resumindo, o pagamento de 1 dólar em subsídios para uma firma, impõe ao resto da economia um custo maior do que 1 dólar. Um jeito fácil de incorporar o caráter distributivo numa função de bem-estar é escrevendo os objetivos do governo como:

$W=S+\alpha\pi-\lambda T$, onde $0 < \alpha < 1$, o custo de captação de recurso público está no λT , onde T é a transferência de recurso e $\lambda > 1$.

2.3.2 Incentivos nas repartições públicas

Acreditar que o interesse público pode ser bem representado por uma função bem definida onde o governo maximiza o bem público é um pouco inocente segundo Vickers e Yarrow. A estrutura das empresas públicas dificulta um pouco o entendimento das próprias relações de agente-principal envolvidas. A hierarquia de monitoramento das atividades é: o público no seu sentido mais amplo, seus representantes políticos eleitos, funcionários públicos não eleitos e a administração da empresa.

Vamos considerar primeiro a relação agente-principal entre o público geral e seus representantes. Não dá pra modelar esta relação porque existem milhares de variáveis como recompensa monetária, poder, segurança, esforço. O problema central é que o período em que um chefe de departamento costuma durar no controle de uma empresa pública é curto e está sujeito a fracassos eleitorais, promoção e rebaixamento. Como o único interesse comum que podemos garantir em políticos de um mesmo partido é o sucesso nas eleições, promoções ou rebaixamentos de cargo dependam da contribuição individual nas chances de seus partidos nas eleições. Isso sugere que os agentes, no caso os representantes não maximizem diretamente o Bem-Estar, mas sim o número de votos, mas indiretamente, maximizar o número de votos, fazendo o que a população quer que seja feito pode maximizar o Bem-estar. Pode, mas não é o objetivo primário. Mas é bem condizente com o termo representante que costumamos usar pra designar os políticos.

Podemos dizer, por exemplo, em favor das empresas públicas que elas buscam atingir a eficiência econômica, já que se os recursos não estiverem bem alocados sempre terá espaço para melhorar o bem-estar de algum setor aumentando a eficiência na alocação sem prejudicar outro, o que se não é positivo em termos eleitorais, é sem dúvidas não-negativo, fazendo com que mesmo sem interesse primário no Bem-estar eles acabem buscando-o.

Este argumento depende de quanta informação chega aos eleitores sobre a decisão que foi tomada em nome deles e as eventuais consequências destas decisões. Na prática existem muitas assimetrias de informação entre os eleitores e os políticos. Temos que pensar que o eleitor tem uma oportunidade em 4 anos de votar com uma probabilidade de influenciar qualquer resultado eleitoral que tende a 0. Em cada eleição muitos assuntos são discutidos e não apenas alguns poucos que envolvam uma empresa pública, fazendo com que o eleitor médio tenha poucos incentivos a adquirir informações a um dado custo, já que não são de fácil acesso, sobre o resultado do monitoramento de alguns de seus representantes e certa firma.

Além disso, os benefícios e os custos de algumas decisões políticas não atingem toda a população. Os grupos que são efetivamente afetados têm maiores incentivos a buscar informações, gerando também assimetrias de informação entre diferentes grupos de eleitores. Dadas todas essas assimetrias de informação, os políticos responsáveis pelo monitoramento de firmas públicas não podem mais se beneficiar de melhorias na eficiência econômica da firma. Um bom exemplo disso é uma firma que buscando aumentar sua eficiência interna, fará um esforço de redução de custo que desde que não tenha transferência nenhuma do Governo que compense, vai diminuir o bem-estar dos funcionários. Esse esforço seria observado pelos trabalhadores que são os que sofrem as consequências, mas os benefícios em menores impostos e menores preços, se atingirem boa parte do público, será tão pequeno individualmente que não poderá ser percebido. Na ótica de maximizador de voto teria sido uma má decisão embora possa ser boa na ótica do Bem-estar. Da mesma maneira, os benefícios eleitorais que possam vir de reduções nas tarifas de luz, gás, telefone, água, mesmo que a níveis inferiores ao custo marginal, tem maior visibilidade, do que os efeitos negativos do aumento dos impostos necessários para cobrir o prejuízo destas empresas.

2.4 O modelo de Dobbs

Suponha que um agente despenda um esforço junto com outros fatores, estes aleatórios, para determinar o nível de produto (Q). Portanto, o produto produzido, somente em parte é devido ao esforço do agente.

$$(1) Q = \alpha e + v$$

Média – $E(v) = 0$

Variância – $\text{var}(v) = \sigma^2$

e = esforço exercido pelo agente

$\alpha > 0$

O principal é considerado incapaz de observar o esforço do agente (ou seja, há um problema de ação oculta que irá gerar um problema de risco moral por parte do agente), que deseja maximizar o seu lucro líquido esperado, escolhendo um produto relacionando a estrutura de pagamento de incentivos do agente.

Aqui assumimos que o principal é neutro ao risco e o agente é avesso ao risco. Isto significa que o principal faz face a um dilema, adicionado uma comissão ou um pagamento por peça a estrutura de remuneração, aumenta-se o incentivo do agente a despender esforço, o qual aumenta o produto, mas também torna o seu pagamento mais arriscado. E outras palavras, é necessário pagar um salário médio mais elevado para compensar o agente pelo maior risco associado com o pagamento de incentivo. Assumimos que o agente tem um nível de utilidade reserva U_r (abaixo do qual ele prefere escolher um emprego em qualquer outro lugar)

$U_r =$ salário reserva do agente

O principal somente observa o produto e, portanto, ele somente pode compensar o agente com base no seu produto corrente, observado. Para simplificar nos concentramos nos esquemas de pagamento lineares. Assim temos que ao agente é ofertado um esquema de pagamento (um esquema de incentivo) no qual o pagamento Y varia com o produto, isto é:

$$(2) Y = \beta_0 + \beta_1 Q$$

O problema para o principal é seleccionar as constantes β_0 e β_1 a fim de maximizar os lucros esperados do principal $[E(\pi)]$.

β_0 – representa o pagamento básico;

β_1 – representa o pagamento por incentivo;

se $\beta_1=0$, temos que o salário do agente será fixo.

O principal é capaz de vender seu produto (Q) a um preço fixo $[p]$. O lucro líquido principal é dado por:

$$(3) \pi = p \cdot Q - Y$$

O lucro esperado do principal é dado por:

$$(4) E(\pi) = p \cdot E(Q) - E(Y)$$

De (1) temos que:

$$E(Q) = E[\alpha e + v] = \alpha e$$

Pois $E(v)=0$ e

$$(5) E(Y) = E(\beta_0 + \beta_1 Q)$$

$$(6) E(Y) = E(\beta_0 + \beta_1 \alpha e)$$

Portanto o lucro esperado é dado por:

$$(7) E(\pi) = [(p - \beta_1) \alpha e] - \beta_0$$

Devemos obter a resposta ótima do agente a uma dada estrutura de recompensas oferecidas pelo principal.

Seja a função utilidade do agente:

$$(8) U = u_0 E(Y) - u_1 \text{var}(Y) - e^2$$

Esta função de utilidade média-variância utilizada também em mercados financeiros sugere que a renda média aumenta a utilidade do agente a uma taxa u_0 enquanto a

variância da renda reduz a utilidade a uma taxa u_1 e a mesma diminui também com o esforço exercido (e).

Seja:

$$\text{Var}(Y) = \text{var}(\beta_0 + \beta_1 Q)$$

$$\text{Var}(Y) = \beta_1^2 \text{var}(Q)$$

$$\text{Var}(Y) = \beta_1^2 \text{var}(\alpha e + v) = \beta_1^2 \text{var}(v)$$

$$\text{Var}(Y) = \beta_1^2 \sigma^2$$

A utilidade do agente pode ser escrita usando $E(Y)$ e $\text{var}(Y)$ como:

$$(9) \quad U = u_0 (\beta_0 + \beta_1 \alpha e) - u_1 \beta_1^2 \sigma^2 - e^2$$

Os parâmetros β_0 e β_1 são tomados como sendo dados pelo agente visto que são parte do contrato oferecidos pelo principal.

O problema do agente é o de decidir se trabalha ou não para o principal (isto é, se aceita ou não o contrato proposto) e qual o nível de esforço a ser alocado na execução de tarefas. Consideramos que o agente possui uma utilidade reserva U_r . Portanto, o agente irá escolher um nível de esforço $e > 0$ somente se isto produzir uma utilidade $U \geq U_r$. Se o agente escolher um nível positivo de esforço, então temos que a condição de primeira ordem deve prevalecer para o esforço. Assim, temos que:

$$\delta U / \delta e = u_0 \alpha \beta_1 - 2 e = 0$$

$$u_0 \alpha \beta_1 - 2 e = 0$$

$$u_0 \alpha \beta_1 = 2 e$$

$$(10) \quad e^* = (u_0 \alpha \beta_1) / 2$$

Para satisfazer a equação de participação do problema, temos que a seguinte condição deve prevalecer:

$$(11) \quad U^* = u_0 (\beta_0 + \beta_1 \alpha e^*) - u_1 \beta_1^2 \sigma^2 - e^{*2} \geq U_r$$

Se o agente aceita o contrato de trabalho, a equação acima nos diz que o agente é induzido a exercer mais esforço quanto maior for o pagamento por peça (isto é, quanto maior for β_1), quanto mais importante for a renda para o agente (isto é, quanto maior for u_0) e quanto mais o esforço aumentar o produto (α).

$$(12) \quad \delta e / \delta u_0 > 0; \quad \delta e / \delta \beta_1 > 0; \quad \delta e / \delta \alpha > 0$$

O problema do principal é o de maximizar o lucro esperado sujeito à restrição de que o contrato salarial oferecido ao agente permita a ele, na escolha do nível ótimo de esforço (e^*), atingir, no mínimo, o seu nível de utilidade reserva. Portanto o objetivo do principal é o de maximizar seus lucros esperados sujeito à restrição de que o contrato oferecido ao agente lhe permita escolher e^* .

$$(13) \quad \text{Max } E(\pi) = (p - \beta_1) \alpha e - \beta_0$$

$$\text{s.a.} \quad (14) \quad U^* = u_0 (\beta_0 + \beta_1 \alpha e^*) - u_1 \beta_1 \sigma^2 - e^{*2} \geq U_r^2$$

Assim, o contrato ótimo irá manter o agente com o seu nível de utilidade reserva, satisfazendo a restrição de participação e ao mesmo tempo a restrição de incentivo. Substituindo e^* tanto na função objetivo como na restrição de participação e formando uma função de Lagrange, temos que:

$$\begin{aligned} L &= E(\pi) + \lambda (U^* - U_r) \\ &= (p - \beta_1) \alpha e^* - \beta_0 + \lambda [\beta_0 u_0 (\beta_0 + \beta_1 \alpha e^*) - \beta_1 u_1 \sigma^2 - e^{*2}] \\ &= (p - \beta_1) \alpha e^* [u_0 \beta_1 \alpha / 2] - \beta_0 + \lambda \end{aligned}$$

O principal tem como variáveis de escolha β_0 e β_1 , portanto, as condições de primeira ordem para um máximo são tais que:

$$\delta L / \delta \beta_0 = -1 + \lambda u_0 = 0 \iff \lambda = 1 / u_0$$

$$\delta L / \delta \beta_1 = (u_0 \alpha / 2)(p - 2 \beta_1) + \lambda [u_0 \alpha \delta \beta_1 - 2 \beta_1 u_1 \sigma - u_0 \beta_1 \alpha / 2] = 0$$

Substituindo $\lambda = (1 / u_0)$, simplificando e resolvendo para β_1 , temos que:

$$\beta_1^* = p / [1 + (4 u_1 \sigma / u_0^2 \alpha)^2]$$

Isto implica que o esforço implícito realizado pelo agente é dado pela substituição de β_1 em $e^* = u_0 \beta_1 \alpha / 2$, o que resulta em:

$$e^* = u_0 \alpha p / 2 [1 + (4 u_1 \sigma / u_0^2 \alpha)^2]^2$$

$$\beta_1^* = p / [1 + (4 u_0 \sigma^2 / u_0^2 \alpha^2)]$$

β_1^* - indica o grau de sensibilidade do pagamento dos agentes ao produto, quanto maior for β_1^* , mais relacionado estará o pagamento ao produto produzido pelo agente.

- i) β_1^* será maior quanto mais avesso ao risco for o agente [quanto mais alto o valor de u_0 , menor o valor de u_1]
- ii) β_1^* será maior quanto menor for a variação aleatória, isto é, quanto menor for o risco que o agente estiver correndo por aceitar firmar tal contrato, no que diz respeito as variações de sua remuneração.
- iii) β_1^* será maior quanto mais o produto responder ao esforço do agente, isso é, quanto maior for α ;

Assim vemos que quanto mais avesso ao risco for o agente, maiores serão suas preferências por um salário fixo (estável) e que, portanto a solução para o modelo de agente principal é uma solução de *segunda escolha ótima*.

3] A intervenção Japonesa no sistema bancário (1990-2005)

3.1 Cenário Macroeconômico

Com o início do programa de desinflação e expansão fiscal americanos no começo dos anos 80, o yen e várias outras moedas se depreciaram fortemente em relação ao dólar. Depois de ficar abaixo de ¥220 por dólar de 1978-1981 o yen depreciou para 250 em 1982, para depois ficar rondando o 238 de 1983 até 1985. Essas médias anuais não deixam transparecer a altíssima volatilidade intra-diária. Essa renovada força do dólar reforçou as tensões comerciais entre os Estados Unidos e seus companheiros comerciais, e a esse estresse seguiu ao Acordo de Plaza de Setembro de 1985, onde os Estados Unidos e seus maiores aliados – Reino Unido, França, Alemanha e Japão – solicitaram intervenção pra trazer o dólar de volta aos níveis anteriores.

Ficando por volta de 260 yens por dólar no começo de 1985, a cotação caiu para 125 no começo de 1988, uma apreciação de mais de 100% em apenas três anos. No começo do período a alta do yen foi estimulada pelo afrouxamento da política monetária americana e depois pelo *crash* na bolsa americana de 1987. Segundo estimativas desse período de Ahearne e outros (2002) sugerem que o PIB do Japão estava consideravelmente abaixo do potencial como os exportadores reclamavam.

A política de juros japonesa, tendo sido brutalmente aumentada no fim de 1985 para apoiar o acordo de Plaza, foi reduzida em 1986 e 1987 (**Gráfico 1**). De um pico de 8% no fim de 1985, a taxa básica caiu para abaixo de 3% na primeira metade de 1987.

No começo de 1986, os preços das casas e das ações começaram a subir bem mais do que subiam nos anos anteriores. Embora ainda não fosse identificado como tal, era o início da grande bolha imobiliária e do mercado acionário japonês. Nos **gráficos 2 e 3** Podemos ver as trajetórias dos preços da terra e do Nikkei no período. Todas as categorias de construção civil tiveram importante alta, mas as propriedades comerciais superaram todas subindo mais de 75% entre 1986 e o pico do mercado entre 1991 e 1992. No entanto em termos percentuais a bolha da bolsa japonesa foi bem mais acentuada. O Nikkei 225 passou de 13.000 pontos no começo de 1986 para cerca de 39.000 pontos em 1989 quando a bolha estourou. Essa alta de preços parecia mesmo na

época insustentável. No entanto o banco central japonês não aumentou a taxa de juros até a bolha completar dois anos de idade.

Com o Yen forte, o PIB bem abaixo do potencial e a inflação controlada, entre 1986 e 1988, durante a primeira recessão, o Bank Of Japan não tinha coragem de botar em prática uma restrição monetária pra reduzir a inflação dos ativos. Segundo McKinnon e Ohno (1997), se não fosse o efeito-riqueza da bolha a desaceleração econômica teria sido muito pior. Segundo Okina e Shiratsuka (2002), a política monetária de 1986 até 1988 pode ter dado o combustível para a euforia das expectativas de que os juros ficariam baixos. Só no meio de 1989 o Bank of Japan decidiu embarcar num ciclo de altas significativas da taxa de juros. O Nikkei continuou a subir até o fim de 1989 e depois reverteu a tendência, enquanto que o yen, que tinha parado de apreciar em 1988 e reverteu também seu curso, depreciou até 1990. Mas com a inflação agora em alta, a política de juros do governo foi de continuar aumentando o ano inteiro, atingindo 8,2%. Em 1990, o governo japonês começou a atacar a bolha com armas fiscais e regulatórias. O preço das casas caiu sem perdão depois. A bolsa japonesa terminou 1990 com 23.000 pontos, 41% abaixo do pico. No verão de 1992 já estava perto de 16.000.

Durante o período de 1988 até 1990, o crescimento real do PIB teve uma média de 5,8% de alta. No ano de 1991, já vimos uma desaceleração para 3,3%. Depois desacelerou mais ainda para 1% em 1992 e 0,2% em 1993. Colapsou para -2,4% em 1994. Do pico de 8% em 1991, a taxa do *overnight* caiu para 2% em 1994. No entanto, no período o yen sofreu forte apreciação, botando o país de volta em recessão de forte yen. Com a desaceleração do PIB, e depois sua queda a inflação foi perdendo forças.

Com esse cenário, no começo de 1990, o setor financeiro japonês começa a operar sobre estresse com empréstimos não mais rentáveis, já que o setor de construção civil sofria uma queda enorme no valor das propriedades. Essa mesma queda no valor das propriedades, aliada à queda da bolsa reduziu o valor dos colaterais disponíveis na economia para novos empréstimos criando diretamente um aperto do crédito.

Apoiada em parte pela depreciação do yen, houve uma recuperação do crescimento do PIB entre a segunda metade de 1995 e o primeiro trimestre de 1997.

Mas na segunda metade do ano, os países emergentes da Ásia mergulharam numa crise, contribuindo para a queda na demanda que resultou em mais instabilidade financeira.

Nos anos de 1998 e 1999, o yen apreciou tanto em termos nominais quanto reais. Em 1998 a taxa de crescimento real do PIB mostrou queda de 2% e como a inflação também foi negativa, até o PIB real caiu neste ano. Neste ano uma nova lei para o banco central foi aprovada, oficializando que a principal missão do Bank of Japan era a estabilidade de preços.

Em 1999, com o núcleo da inflação negativo o Bank of Japan decidiu baixar a taxa de juros pra zero. O PIB real que tinha ficado estável em 1999, registrou alta de 2,8% em 2000. Assim o governo subiu a taxa de juros para 0,25%. Depois, em 2001, voltou à política de zerar a taxa básica. Essas baixas taxas de juros foram importantes pra deixar claro que o banco central estava lutando contra a deflação. No período de 2004 até 2007 o crescimento do PIB foi bem mais estável e ficou pela casa dos 2,25% por ano.

3.2 Salvando os banqueiros

Assim como na crise atual, a crise japonesa começou com o estouro de uma bolha imobiliária. O rápido crescimento começou no início da década de 80 e atingiu seu pico na metade de 1990. Deste pico até o fim do ano seguinte a queda foi de 30% e continuou caindo por mais 15 anos, até 2006 quando mostrou uma leve inflexão. Do topo ao fundo do poço foram quase 70% de queda nos preços. Esse padrão pode ser observado em qualquer índice de preço de casas relativamente abrangente do Japão. Desses 15 anos a fase 1997-1999 se caracteriza como a pior fase da crise bancária japonesa.

Essa fase começa com a quebra de uma financeira de médio porte, Sanyo Securities em novembro de 1997, caracterizando a primeira inadimplência no interbancário japonês. Duas semanas depois um grande banco, Hokkaido Tokushoku, perdeu o acesso ao interbancário e foi forçado a declarar falência. Ainda no mesmo mês uma das maiores financeiras do país, Yamaichi Securities, declarou falências após rumores, que acabaram se mostrando verdadeiros, de que tinha tido grandes perdas em operações financeiras. Ainda, antes do fim do mês um banco regional, Tokuyo City Bank faliu.

Como pode ser observado no **gráfico 4**, comparando o *spread* entre as taxas de um ano do mercado interbancário do Bank of Tokyo Mitsubishi, o mais bem capitalizado banco japonês, e do Fuji Bank, típico grande banco japonês com as taxas vigentes nos Estados Unidos e no Reino Unido, vemos que os custos relativos de empréstimo para ambos os bancos saltou imediatamente depois dos problemas da Sanyo. O **gráfico 5** mostra as diferenças entre as mínimas e as máximas da taxa *Overnight* (empréstimo sem colateral) diária de novembro de 1997 até abril de 1999. Essas diferenças ressaltam não só as enormes variações intradiárias como também as diferentes taxas das instituições com maior credibilidade das outras. A **figura** mostra o salto dos *spreads* em novembro 1997 e como eles continuaram nesses níveis por 16 meses, sugerindo assim que alguns bancos tiveram sérios problemas para conseguir empréstimo até no *Overnight*.

Antes do fim de 1997 o governo decidiu que não tinha como evitar o uso de dinheiro dos contribuintes para lidar com a crise financeira e anunciou que planejava

injetar 10 trilhões de Yens no setor bancário. Enquanto não se decidia como usar os recursos o governo aprovou algumas medidas contábeis para permitir aos bancos mostrar números melhores do que de fato eles eram, permitindo a eles escolher arbitrariamente o uso de valor contábil ou valor de mercado para suas posições em ações e em ativos imobiliários.

Todos os ativos imobiliários estavam nos balanços com seus valores históricos, assim, mesmo com toda a queda dos últimos anos ainda eram muito superiores a seus preços de décadas atrás, podendo assim inflar os balanços. Do mesmo jeito, os bancos estavam registrando altos ganhos de capital com suas posições em ações. No começo de 1998 os bancos tinham uma posição de 24 trilhões de Yens. Com simples operações de vendas e recompras, registrando as vendas em valor de mercado e uma vez recomprados (a valores inferiores ao valor contábil pela grande pressão vendedora) usando o próprio valor contábil, os bancos inflavam mais uma vez seus balanços.

No dia 16 de fevereiro de 1998, aprovaram o “Financial Function Stabilization Act” que permitiu ao governo usar 30 trilhões de Yens (17 trilhões pra garantir os depositantes das massas falidas e os outros 13 trilhões para a recapitalização dos bancos). Como veremos mais a frente, o governo usou apenas 1.8 trilhões para recapitalizar os bancos em março de 1998, mas não obteve sucesso em estabilizar a situação. Assim, o governo caiu em desgraça e em junho perderam 17 das 61 cadeiras que tinham. Com a perda da maioria o governo Hashimoto renunciou e Keizo Obuchi assumiu o poder.

O novo governo imediatamente começou a formular novos planos pra resolver a crise bancária. Em outubro, outros grandes bancos, o Long Term Credit Bank of Japan (LTCB) e o Nippon credit Bank (NCB), estavam à beira da falência. O legislativo entrou em acordo para salvar as duas instituições e ajudar aos bancos solventes, mas descapitalizados. Em outubro mesmo, o Long Term Credit Bank of Japan foi nacionalizado e em Dezembro foi a vez do NCB. Desde 1996, os depósitos eram garantidos pelo governo, inicialmente até 2001 apenas, o que foi prorrogado. Depois dos problemas sistêmicos criados pelo *default* da Sanyo Securities o Banco Central do Japão (Bank of Japan) assumiu a garantia dos interbancários também. Todos os

credores, tanto do Long Term Credit Bank of Japan quanto do NCB, foram pagos integralmente enquanto os acionistas viram sua participação virar pó.

A segunda grande recapitalização de bancos, que foi feita usando ações preferenciais, se deu em março de 1999. Podemos ver no **gráfico 4** que o prêmio pago pelos bancos japoneses caiu muito depois desse evento. Pareceu um ponto de inflexão. Enquanto se debatia essa segunda recapitalização, o vice-ministro das finanças Sakikabara, declarou que a crise bancária teria seu fim em duas semanas. No fim do mês o secretário do tesouro americano, Lawrence Summers, não compartilhava do mesmo otimismo e durante um discurso mostrou sua preocupação de que mesmo com a injeção de capital ainda achava que os bancos japoneses ainda estavam muito descapitalizados.

Embora não existisse acordo quanto ao grau de capital adequado, existia certo consenso de que a economia japonesa sofria um grande aperto no crédito bancário que contribuiu para o medíocre crescimento do país no período. Segundo a minuta do Bank of Japan de Janeiro de 1998:

Membros notaram que a atual fase da economia apresenta (1) um substancial declínio no consumo privado, que costumava ser relativamente estável nas recessões passadas; (2) uma significativa deterioração na confiança no cenário econômico, não somente no setor das famílias, como também no corporativo e no financeiro, aumentando as preocupações com o futuro da economia; e (3) a criação de um círculo vicioso pela interação entre a economia real e a atividade financeira onde uma cada vez mais estagnada economia contribuiu para um declínio no preço das ações que por sua vez criou mais cautela no comportamento das instituições financeiras que influenciou negativamente a atividade corporativa e a confiança.

Existem três tipos de evidências que normalmente explicam essas preocupações. Um indicador vem do relatório TANKAN, feito trimestralmente pelo Bank of Japan sobre expectativas nos negócios. Nele, está incluída uma pergunta às firmas se a percepção delas está mais para uma contração do mercado de crédito ou para uma expansão deste. As respostas são reunidas num índice de difusão, as diferenças entre a porcentagem de respostas de expansão e as de contração. Portanto, uma queda neste

índice representa uma maior percepção de contração no crédito. O **gráfico 6** mostra uma rápida mudança na percepção de disponibilidade de crédito no ano de 1998.

Uma segunda evidência é o contraste dos padrões de financiamento corporativo no período. Normalmente, comparando a emissão de *commercial papers* (notas promissórias, obrigações de curto prazo sem colateral, como valor mobiliário) e o de empréstimos bancários fica mais fácil identificar épocas de contração do crédito bancário. Durante a longa estagnação econômica japonesa a emissão de dívida e o nível de empréstimos bancários andaram juntos, mostrando que a falta de crédito não era o único problema. No entanto, o ano de 1998 foi uma exceção porque o volume de empréstimos desabou, mas, no entanto a emissão de *commercial papers* (emissão de notas promissórias, como valor mobiliário, por sociedades anônimas, títulos de crédito de curto prazo, sem garantia) de disparou.

Um terceiro indicador seria a correlação de padrões de empréstimo em cada banco com sua posição de capital. Segundo Woo (1999), que estudou essa correlação de 1991 até 1997, no começo da década os mais capitalizados eram os menos suscetíveis a aumentar seus níveis de empréstimos. Esse padrão muda e em 1997 os mais capitalizados eram muito mais suscetíveis a aumentar seus níveis de empréstimos. A interpretação dele seria que os menos capitalizados não podiam aumentar seus níveis de empréstimo, pelo contrário tinham que se desalavancar, deixando na mesa empréstimos de boa relação risco-retorno, chamando assim, os bancos saudáveis de volta ao mercado.

Com o começo da queda vertiginosa dos preços das casas, o mais comum colateral da economia os bancos começaram a sofrer pesadas perdas. Como existia uma enorme resistência pública às propostas de uso do dinheiro dos contribuintes pra resgatar bancos, bancos do setor privado criaram a Cooperative Credit Purchasing Company (CCPC).

A Cooperative Credit Purchasing Company usava fundos emprestados dos bancos fundadores pra comprar o que chamamos na crise atual de ativos tóxicos. Após a venda para a Cooperative Credit Purchasing Company os bancos podiam reconhecer as perdas decorrentes destes ativos vendidos e deduzir dos impostos pagos. A Cooperative Credit Purchasing Company (tinha também a missão de revender estes ativos pra tentar

amortecer os prejuízos ou até mesmo ter lucro, mas esse processo era muito lento, inclusive para não pressionar os preços. Nos primeiros cinco anos, foram vendidos apenas um terço dos ativos comprados. Nos dois anos de existência foram comprados apenas 15 trilhões de Yens em valor de face, o que correspondia a 5.8 trilhões de yens em valor de mercado.

A segunda tentativa de conter a espiral de queda comprando os ativos sem mercado foi o Tokyo Kyodo Bank em janeiro de 1995, com uma combinação de dinheiro público e privado. O Bank of Japan financiou mais de 90% do capital, o resto veio de bancos do setor privado. O Tokyo Kyodo Bank foi criado originalmente para administrar os ativos de duas massas falidas, o Tokyo Kyowa Credit Union e Anzen Credit Union. Depois o Tokyo Kyodo Bank absorveu ativos de outras financeiras e foi renomeada Resolution Collection Bank (RCB).

Uma terceira companhia de absorção de ativos tóxicos foi criada em 1996, a Housing Loan and Administration Corporation, para administrar ativos das *jusens* (bancos de créditos com problemas que tinham sido adquiridas pelo governo) falidas, que quebraram em 1996. Assim como o segundo o Housing Loan and Administration Corporation era financiado tanto por dinheiro público quanto por bancos privados. Tanto o Resolution Collection Bank quanto o Housing Loan and Administration Corporation lidavam apenas com ativos de instituições falidas e não compravam nenhum empréstimo de instituições solventes. Em 1999, houve a fusão da Resolution Collection Bank e da Housing Loan and Administration Corporation que criou a Resolution and Collection Corporation (RCC). Essa nova instituição podia comprar maus ativos de bancos solventes (no entanto estes bancos não eram obrigados a vendê-los) além de administrar as carteiras das instituições falidas. De 1999 até junho de 2005, quando a Resolution and Collection Corporation parou de comprar ativos, foram gastos apenas 353 bilhões de yens para comprar 858 empréstimos com valor de face de quatro trilhões de yens de bancos solventes. Como os bancos solventes não eram obrigados a vender seus ativos ao Resolution and Collection Corporation e este só aceitava comprar por preços muito descontados em relação ao valor de mercado, as negociações não iam pra frente e por isso os valores foram tão baixos.

O Resolution and Collection Corporation começou a vender seus empréstimos agressivamente. De março de 2001 até março de 2008, o volume de empréstimos nos balanços do RCC caiu de 5.8 trilhões de yens para 1.1 trilhões de yens. Muitos desses empréstimos foram vendidos por valores abaixo dos valores por que foram adquiridos pelo Resolution and Collection Corporation.

A última tentativa de comprar maus ativos foi a Industrial Revitalization Corporation of Japan, era quase que totalmente da Deposit Insurance Corporation e tinha suas dívidas garantidas pelo governo. A IRCJ tinha dois anos para comprar os empréstimos não-rentáveis e mais três anos pra acabar de reestruturá-los. O Industrial Revitalization Corporation of Japan comprou e reestruturou empréstimos não rentáveis de 41 captadores que correspondiam a quatro trilhões de yens em valor de face. Ele terminou sua missão um ano antes do prazo inicial.

Na experiência japonesa de gestão de empréstimos não-rentáveis o sucesso foi limitado por, entre outros problemas, por problemas nas diretrizes básicas dos programas. Algumas das instituições já nasceram com as instituições-alvo pré-definidas. No entanto, uma solução para um problema sistêmico precisa ter flexibilidade para comprar ativos de qualquer tipo de instituição, seja ela solvente ou não, desde que seguindo os mesmos conceitos na avaliação do ativo e no desconto pedido. Além disso, o escala das operações não foram do tamanho certo. Como podemos ver na **tabela 1** que mostra as perdas com empréstimos acumulados desde 1992, os bancos japoneses assumiram mais de 96 trilhões de yens até 2005, algo em torno de **19% do PIB**. Portanto o problema era maior do que as autoridades pareciam saber. Outra observação é que a venda dos ativos foi muito lenta e acabavam funcionando só como armazéns de maus ativos. Até 2000, eles ainda não tentavam reestruturar os empréstimos e reabilitar os devedores.

Finalmente, e mais importante, a experiência japonesa sugere que a compra de ativos tóxicos não resolve o problema da baixa capitalização dos bancos. Pode ser que um programa de compra de ativos mais compreensivo e generoso, tentando não cair nos erros observados acima poderia ter eliminado as incertezas no valor dos ativos e trazido de volta compradores ao mercado, mas como nenhuma dessas instituições era designadas a pagar preços acima do justo pelos maus empréstimos, só removendo eles

não dava pra melhorar o nível de capitalização deles. Sendo outro e mais grave problema a ser combatido.

3.3 Salvando o sistema e punindo os banqueiros

Para atacar a descapitalização, o governo japonês optou por uma série de programas públicos de recapitalização. Esses programas podem ter como consequência a diluição da participação dos acionistas antigos, caracterizando um tipo de punição dos responsáveis. A **Tabela 3** lista todos esses programas e as suas dimensões.

No ano de 1998, vendo a saúde dos bancos japoneses piorar o governo decidiu tomar outros rumos na ação contra a crise bancária e lançou um programa mais contundente e feito para atacar diretamente o problema da capitalização dos bancos. O “Financial Function Stabilization Act” disponibilizou 13 trilhões de yens (124 bi de dólares) do governo para comprar dívidas subordinadas (algumas vezes ações preferenciais) de bancos sub-capitalizados, mas supostamente solventes. Dívida subordinada pode ser considerada como parte do capital regulatório (desde que não supere o capital “Tier I” – capital próprio + reservas – provisões – participações minoritárias em outros negócios) dando assim ao banco espaço pra absorver perdas sem dar “calote” nos depositantes. Elas não são prioridades na liquidação da empresa, assim o dinheiro injetado entra diretamente no caixa da empresa sem abalar a confiança dos credores já existentes.

Esse programa de injeção direta de capital nos bancos sem prejudicar os atuais credores foi inicialmente preterido pelos bancos. Existem duas razões para os bancos que poderiam ser alvos de intervenção governamental não aceitarem essa ajuda. A primeira é que os bancos teriam medo de que aceitando estes recursos estaria admitindo à comunidade ter maiores perdas do que o informado ou previsto e já precificado pelo mercado em geral ou que sua habilidade de captar recursos no mercado de crédito fosse mais limitada do que tinha sido percebido pelos outros. Esse sinal negativo de que as perdas são maiores que o imaginado ou que o acesso ao mercado de crédito estava se fechando para alguns ou até mesmo para todos, abalaria a confiança do mercado na

saúde financeira dos bancos, pressionando ainda mais o valor das ações do banco e piorando desnecessariamente uma situação já delicada para os executivos.

A segunda possibilidade é que a ajuda teria sido rejeitada porque os atuais acionistas temiam a senioridade da injeção de capital sobre a participação acionária deles em caso de quebra. Com o pedido de falência decretado, existe uma ordem de prioridade para o recebimento dos seus direitos na hora da liquidação. Como a dívida emitida no momento da injeção de capital, é dívida subordinada, ela está atrás dos outros credores no ranking de prioridade no recebimento na hora da liquidação. No entanto continua sendo uma dívida, e dívidas têm prioridade sobre ações. Portanto, numa possível recuperação os acionistas atuais só seriam beneficiados, recebendo o que lhes era de direito depois que o governo o fosse, e se sobrasse algo. Além de não ter proposta de diluição garantida o caráter voluntário do programa indica que o governo não parecia ter inclinação a punir os “banqueiros”.

Depois de muito debate, cada um dos grandes bancos solicitou em suas aplicações para o programa quase a mesma quantidade (100 milhões de yens). Para se ter uma idéia do quanto essa quantia era insuficiente, esse seria o nível que o banco mais saudável, Bank of Tokyo Mitsubishi, estava pra pedir. Logo, para a maioria dos outros esse valor era muito menos que o necessário para repor o déficit de capital que a maioria dos bancos vivia na época. Solicitando a mesma quantidade que o banco mais saudável, eles sinalizavam ao mercado que não estavam precisando de tanto capital e, portanto estariam melhores do que aparentavam (ou que os seus executivos eram irresponsáveis).

Nippon Credit Bank (NCB) and Long-Term Credit Bank of Japan (LTCB), os dois bancos que faliriam neste mesmo ano trocaram a injeção de capital via dívida subordinada como estava sendo feito por uma emissão de ações preferências com opção de conversão para ordinárias, assim o governo poderia ter acesso ao conselho se julgasse necessário, o que mais tarde seria feito pelo governo, se traduzindo, portanto em uma nacionalização.

O segundo programa foi bem maior com 25 trilhões de yens (238 bilhões de dólares) disponíveis para a recapitalização. Dessa vez, todos os maiores bancos, com exceção do mais saudável no momento (Bank of Tokyo Mitsubishi) aplicaram de bom

grado e com valores mais realistas do que no programa anterior. O governo não recusou nenhum pedido de injeção de capital nos moldes pedidos, mas obrigou os bancos a, dessa vez, se submeterem a um plano de revitalização, com mudanças estruturais e de gestão, princípios e administração de risco e de avaliação de empréstimos. A adequação dos bancos nesse programa de revitalização tinha de ser aprovada antes da transferência de recursos. O resultado do plano foi que foram injetados 7,5 trilhões de yens (71 bilhões de dólares) nos 15 bancos na forma de dívida subordinada e de ações preferenciais com possibilidade de conversão para ações ordinárias, como o feito com o Nippon Credit Bank e o Long-Term Credit Bank of Japan. Agora temos um maior viés punitivo. Depois da falência do NCB e do LTCB o governo atua de forma mais agressiva, agora já com programas de diluição e inclusive com opção de tornar ordinárias o que faria a intervenção virar nacionalização.

A recapitalização de 1999, com maior escala nas injeções e uma abordagem mais séria ao comprometimento dos bancos a evitar que o problema se repita com o programa de revitalização teve efeito calmante nos mercados financeiros. Como pode ser visto no **gráfico 4**, as taxas de interbancário mais altas que os japoneses tinham que pagar em relação aos americanos e europeus por causa do prêmio de risco pela falta de colateral no interbancário e pela dificuldade que os bancos viviam, além do precedente da Sanyo, começou a cair, quase zerando os spreads no fim deste ano.

O plano “Prompt Recapitalization Act” de injeção de capital de 1999 que ajudou a acalmar os mercados e deu sinais de que o fim da crise estava próximo, expirou em 2001, mas mesmo assim os baixos níveis de capital continuaram a ser um problema obrigando o governo a organizar mais alguns planos de recapitalização de menor escala. Primeiro, a revisão do “Deposit Insurance Act” principalmente a seção 102-1 permitiu o uso de dinheiro público para socorrer bancos problemáticos, mas aparentemente solventes e não falidos, que eram sistemicamente importante (o conceito do “Too big to fail”). Depois outro plano de recapitalização de menor escala Act of Strengthening financial Functions (ASFF) passou no ano 2004. Esta lei permitia aos governos injetar capital público em bancos em que a importância sistêmica era tanta que poderia ter um possível efeito bola de neve se eles quebrassem, justificasse a injeção. Nesse programa 40,5 bilhões de yens foram gastos em dois bancos regionais (ambos em 2006). No final de 2008 o governo japonês propôs uma revisão do Act of Strengthening financial

Functions para poder continuar injetando capital se necessário. Essas injeções foram todas em parte com emissão de dívida e em parte com diluição do capital acionário.

Mesmo com todos esses programas o baixo nível de capital dos bancos continuava. Por exemplo, em março de 2002, como pode ser visto na **Tabela 5**, os bancos japoneses detinham 30,2 trilhões de yens em capital regulatório pra absorver 756,1 trilhões de yens em ativos e 440,6 trilhões em empréstimos. Portanto o capital disponível correspondia a 3,9% do associado aos ativos e 6,9% dos empréstimos. O que representa muito pouco para a segurança do banco. Para piorar a situação desses 30,2 trilhões de yens, 10,7 eram sobre a forma de imposto diferido, que o banco poderia solicitar no futuro pelas perdas nos empréstimos. Nessa tabela podemos ver a situação crítica do sistema bancário japonês. Pegando como exemplo novamente o ano de 2002, vemos que subtraindo a dedução de impostos e a provisão para os *write-offs* declarados do capital regulatório, chegamos a um número mais real da capitalização dos bancos, no caso de 2002 era 12.8 trilhões de yens, subtraindo ainda o capital em posse do poder público (7.2 trilhões de yens) chegamos a 5,6 trilhões de yens de capital privado, ou seja, 0,74% dos ativos. O capital privado chega a 3,4% só em 2007, ou seja, logo antes do estouro da próxima bolha. O capital dos bancos só chegou a um nível aceitável carregado pela bolha imobiliária americana.

Existem vários motivos para o déficit de capital continuar mesmo com diversos programas de recapitalização. Primeiro, podemos ver facilmente que os programas eram pequenos demais. Mesmo o mais importante dos programas, o “Prompt Recapitalization Act”, injetou 8,7 trilhões de yens que corresponde a menos de 1% dos ativos, menos de 2% dos empréstimos. Segundo é que mesmo nacionalizando dois bancos regionais, os reguladores japoneses não forçaram os maiores bancos a limpar os empréstimos não-rentáveis dos seus balanços. Pior ainda, o volume de empréstimos não-rentáveis aumentou de 296 trilhões de yens para 420 trilhões de yens. Finalmente, mas relacionado com a segunda razão, os programas de recapitalização enfatizavam mais uma recuperação do volume de empréstimos do que a recuperação do capital dos bancos. Segundo muitos especialistas no assunto, já que a consolidação parecia inevitável o governo deveria ter se aproveitado desta inevitabilidade pra reduzir os custos dos contribuintes, concentrando as injeções de capital somente nos bancos depois de consolidados e então melhores capitalizados. Assim a reorganização poderia ser feita

pelo setor privado em vez do público, e com as consolidações resolveria um problema que os programas de recapitalização não resolveram, o excesso de bancos.

Para combater a recessão que já assolava o Japão há tempos, o objetivo perseguido pela recapitalização era quase que exclusivamente de aumentar as linhas de empréstimo, principalmente para pequenas e médias empresas. Os bancos que sofreram injeção de capital tinham que reportar semestralmente o volume de empréstimos, se este não aumentasse o banco era notificado e se reincidente sofria pesadas multas. Com essa atitude o governo mantinha bancos vivos por tempo demais com capital insuficiente, estimulando estes a esconder e retardar reconhecimento de prejuízos, e encobrir sua real situação, atrasando ainda mais a economia japonesa. O que melhorou a condição financeira dos bancos (junto com o crescimento da bolha habitacional norte-americana que inflou os mercados desde 2002) foi o Plano Takenaka (2002).

O “Financial Revival Program” teve um apelo mais qualitativo e de transparência que os programas de pura injeção de capital. Ele consistia em uma avaliação mais rigorosa dos ativos dos bancos, aumento de capital, reforçar a governança dos bancos recapitalizados. Ele pretendia com essa análise identificar os empréstimos não-rentáveis e usar seis ferramentas pra acabar de vez com esse problema; análise de fluxo de caixa descontado dos ativos ou preços de mercado dos empréstimos não-rentáveis, checarem entre bancos se a classificação dos devedores era consistente, publicar as discrepâncias entre as auto-avaliações dos bancos e as avaliações dos órgãos reguladores, estarem preparados pra injetar capital se necessário, proibir bancos de declarar não realísticas taxas de imposto diferido, impor melhorias e mudanças em bancos que fracassassem no plano de revitalização. Essa pressão dos órgãos reguladores fez grande parte dos bancos aumentarem o capital via oferta pública, portanto aumento de capital usando o setor privado. Mais uma vez punindo os acionistas. Obrigando a administração a diluir o capital dos acionistas. Como pode ser visto pela **tabela 4**, de 2003 a 2007 a situação melhorou muito, com aumento do capital dos bancos de 15 trilhões de yens. Essa melhora se explica de duas formas, o maior rigor dos reguladores com performance e governança, através de multas, demissão de executivos, cancelamento de bônus e dividendos fizeram os bancos aumentarem sua performance operacional e aumentar seus lucros. O segundo maior contribuinte foram

ganhos de capital no portfólio de ações. Nada melhor para tirar o país de uma crise causado pelo estouro de uma bolha do que o surgimento de outra bolha.

4] A intervenção americana na crise imobiliária

As baixas taxas de juros e os imensos fluxos de capital estrangeiros criaram uma condição de crédito abundante e barato nos anos anteriores a crise, alimentando uma explosão no mercado imobiliário e incentivando o consumo por financiamento. A alavancagem chegou ao cidadão comum. Nos Estados Unidos a taxa de proprietários de casa própria subiu de 60% nos anos 90 para 70% no início da década. Este aumento se deu basicamente por hipotecas de alto risco (subprimes). De 1997 até 2006, o preço médio das casas americanas aumentou 124%. Com o aumento do preço das casas - o principal bem – os cidadãos se sentiam mais ricos, e poupavam menos e consumiam mais aumentando suas dívidas. O lar padrão americano tinha em média 13 cartões de crédito. Essa explosão dos preços das casas e do crédito fácil levou a uma explosão da construção civil e a um eventual excesso de casas ainda não vendidas. Esse estoque de casas fez os preços começarem a cair em 2006. Com a facilidade no crédito e os anos de aumento nos preços, criaram expectativa de que esse aumento era duradouro e incentivou tomadores de empréstimo com perfil de mal pagador tomarem hipotecas de taxa ajustável, que permitem o pagamento de taxas mais baixas por um período inicial e até mesmo só juros, sem levar em conta o principal, mas depois de um tempo dado, as taxas começam a flutuar em torno da taxa básica da economia. Assim a fatia mais arriscada pegou hipotecas a taxas mais baixas acreditando que as taxas básicas cairiam no futuro e eles poderiam refinarciar seus contratos e os preços das casas voltariam a subir. Com a queda dos preços, tomados começaram a ter o valor dos contratos de hipoteca maiores que o próprio valor do imóvel, começaram as inadimplências, o que fez subirem as taxas básicas, o que acarretou em dificuldade nos refinanciamentos dos que pegaram hipotecas a taxas flutuantes (hipotecas de taxas ajustáveis correspondem a 80% do subprime), o que resultou em mais inadimplência. Com mais tomadores

parando de pagar suas mensalidades, começaram as execuções de hipoteca, botando mais casas a venda. Somando essas execuções ao grande estoque de casas a venda resultante da explosão da construção civil fez o preço das casas desabar, alimentando o círculo vicioso. Em março de 2008, 10,8% das hipotecas eram maiores que o valor dos imóveis. Em novembro deste mesmo ano, passariam para 15%. Em janeiro de 2008 o estoque de casas a venda era 10 vezes maior que o volume de vendas de dezembro de 2007. Uma das características do mercado imobiliário da época e que o diferenciava de todas as outras era o caráter especulativo. Em 2006, 40% das compras não eram de residências primárias, eram ou casas de temporada, ou pra aluguel ou até mesmo pra revenda imediata. Os preços dobraram de 2000 pra 2006, começaram a ter movimentos de pura especulação, de compra de imóveis na planta para revender no lançamento. Outra característica do mercado foi a explosão das hipotecas de risco (subprime) que passaram de 35 bilhões de dólares e 5% do total das hipotecas em 1994 para 600 bilhões e 20% do total em 2006. Entre 2001 e 2006, o prêmio de risco das hipotecas de alto risco para as dos bons pagadores quase sumiu. Um dos motivos para isso foi o mercado de securitização. Tradicionalmente, os bancos criavam a hipoteca e ficavam com o risco de crédito, com este novo mercado de securitização, surgiu uma nova indústria que só criava as hipotecas e repassava o risco de crédito para as securitizadoras. Assim, as originadoras não tinham incentivos a rejeitar tomadores por problemas de perfil já que ela repassava o risco de crédito.

Esse mercado de securitização permitiu a criação das MBS (mortgage-backed securities – derivativos de hipotecas), o veículo do repasse de risco das originadoras para as securitizadoras. Esses mercados ficaram muito líquidos e agências de risco, com o viés dos preços das caas que só subiam começaram a classificá-los como de risco muito pequeno, o que contribuiu para sua proliferação. A importância deles foi crescendo quando o mercado de hedge começou a correr atrás deles também com os swaps de inadimplência de crédito (CDS), fazendo os riscos ficarem sistêmicos. Com a queda dos preços, a inadimplência começou a aumentar, diminuindo os valores dos MBS, que faziam as securitizadoras terem prejuízos que acionava o gatilho dos CDS que eram vendidos por bancos, que tinham prejuízos por terem ignorado o real risco dos CDS, que faziam os CDS dos próprios bancos aumentar e assim a crise vira global e se realimenta. Como na última crise, a das S&L's o governo pagou a fatura, o risco moral

começou a se fazer importante e começou uma precificação da ação dos governos. Com o tamanho da crise, o epicentro sendo o maior colateral da economia, a casa própria e com todas as instituições vulneráveis o risco sistêmico era catastrófico, os governos teriam que entrar, e entrar forte. A pergunta não era mais quem pagaria a conta porque só os contribuintes poderiam pagar, mas quem seria salvo. Os bancos e seus depositantes ou os banqueiros.

4.1 Salvando os bancos e os depositantes

Observando os dois cenários de crises, o japonês da década de 90 e o americano de agora, é fácil perceber que as crises são realmente muito parecidas. Ambas começaram com uma longa escalada no preço dos imóveis, um frenesi na construção civil e a entrada de especuladores nesse setor. Na primeira grande queda nos preços os especuladores saem em manada e derrubam os preços das casas. Os problemas eram muito parecidos, hipotecas valiam mais que os imóveis, inadimplência aos saltos e mercado de derivativos hipotecários e securitização superdesenvolvidos. Ambas as economias se encontravam em desaceleração econômica e seus bancos estavam muito expostos aos produtos afetados. Nos dois casos não existia muita esperança da salvação vir do setor privado.

Pelas características da crise serem as mesmas, os países serem aliados políticos e econômicos, pelo tradicional alinhamento ideológico dos países, e pela proximidade de menos de 20 anos do começo de uma ao começo de outra não era de se esperar que as soluções propostas e os atores envolvidos fossem muito diferentes. Os Estados Unidos tinham a vantagem de ter algo pra usar como comparativo. Uma diferença muito importante é que o Japão estava em crise sozinho no começo do milênio enquanto que os Estados Unidos estão em crise com um mundo em crise. E fica claro que o próprio sucesso da escapada do Japão da crise está altamente relacionado com a época de alto crescimento que resultou na bolha atual. O Japão usou a criação da bolha imobiliária americana pra escapar do estouro da sua própria bolha imobiliária. Portanto os veículos a serem usados para fugir da crise não podem ser muito diferentes do que a criação de um mercado para ativos tóxicos e injeção direta de capital em instituições.

Uma diferença clara entre um caso e outro é a preocupação com risco moral do sistema financeiro. Abalado pela crise das S&L's do fim dos anos oitenta, onde o governo teve que resolver tudo, a crítica de que o mercado financeiro concentrava os lucros e socializava as perdas, dado que sabia que o governo viria em último caso para resgatar, existia um incentivo para tomar riscos e se alavancar já que se desse certo o lucro era meu e se desse errado o prejuízo era dividido com os contribuintes. Com isso houve uma preocupação para que o salvamento do sistema financeiro mundial não acabasse sendo interpretado como o salvamento dos banqueiros. Este debate foi inclusive ator principal da rejeição do primeiro grande pacote contra crise na câmara. Por isso a ação do capítulo vai ser de dividir as medidas que estão lá para salvar unicamente o sistema bancário e os depositantes, punindo os banqueiros (aí estão incluídos acionistas, diretores não só de bancos comerciais, como de bancos e fundos de investimentos e empresas) e as medidas que se não fossem acompanhadas das anteriores não puniriam esses “banqueiros”.

O auge da crise para os mercados financeiros foi nos meses de setembro e outubro de 2008, onde as incertezas derreteram os mercados. Na mesma semana o Lehman Brothers foi à falência e a AIG anunciou que não conseguiria rolar suas dívidas de curto prazo. A AIG é a maior seguradora do mundo, agindo em todos os setores de seguro e atingindo o mundo inteiro sendo em grande parte dos negócios parte e contraparte indiretamente pelo tamanho e alcance de seus negócios. Com a escalada dos preços das casas e a facilidade de crédito com o consumo nas alturas, as inadimplências mínimas, as bolsas em alta por anos seguidos a AIG começou a tomar posições especulativas o que acabou sendo a maior parte de seus lucros nos últimos anos.

Com este sucesso as posições especulativas foram crescendo e a alavancagem também. A carteira de derivativos imobiliários do braço de investimentos da AIG era muito grande e como ela era a maior seguradora também ela era a maior contraparte dos hedges e seguros contra cíclicos das outras instituições financeiras. Assim, as perdas da AIG eram dobradas, perdiam nas posições direcionais e nos CDS (swaps de inadimplência de crédito) e seguros. Com a grande alavancagem as perdas quebravam a companhia. Qual seria o impacto sistêmico se a maior seguradora do mundo quebrasse num momento onde a maioria das instituições financeiras, todas suas clientes, estava mais vulnerável? No conceito tão usado pelo presidente do Fed Bernanke e pelo

secretário do tesouro Paulson, ninguém podia ser mais “too big to fail” (grande demais para quebrar) do que a AIG. Assim, rapidamente o governo lançou um pacote de ajuda de 70 bilhões de dólares. O programa consistia em uma injeção de 40 bilhões de dólares em ações preferenciais que eram convertidas para ações chamadas de não cumulativas que pareciam mais com ações ordinárias. Depois o Federal Reserve entrou com mais 30 bilhões de dólares em ações preferenciais padrão por cinco anos, por um dividendo de 10% ao ano. Com isso o governo norteamericano ficou com uma participação de 80% na empresa diluindo o capital dos acionistas anteriores e tendo o direito de vetar o pagamento de dividendos as ações preferenciais comuns no negócio com um claro viés de punir os responsáveis.

A maior injeção de capital foi a dos bancos. O Capital Purchase Program injetou 218 bilhões de dólares nas maiores instituições financeiras americanas. Só o Citibank, o Bank of America, o Wells Fargo e o JP Morgan receberam 145 bilhões de dólares. A intenção era de comprar ações preferenciais e warrants (certificados - instrumento financeiro que concede ao seu detentor o direito de comprar ou vender um produto de investimento, ações por exemplo, a um preço previamente determinado) que dá o mesmo efeito de dívida porque tem preferência no pagamento antes das ações ordinárias. Esta injeção será qualificada como capital próprio e não dão direito a voto. Para estarem habilitados a participar do programa, os bancos precisavam atender a alguns critérios: (1) Garantir que a compensação por incentivo dos executivos seniores não incentivem desnecessários e excessivos riscos que ameacem o valor da instituição; (2) Obrigação de contratos de bônus com cláusula de resgate do soma paga ao executivo se baseado em demonstrações de receitas, ganhos ou algum outro critério que mais tarde se mostrem equivocados; (3) Proíbe as instituições financeiras participantes de pagar qualquer tipo de bônus de saída ou cláusula de demissão ou rescisão contratual baseada em provisões de Códigos Internos de Remuneração; (4) Acordo de não deduzir dos impostos, remunerações de executivos superiores a 500 mil dólares por executivo. Depois teve uma mudança proibindo qualquer firmar recebendo fundos do TARP (Programa de Alívio de Ativos Problemáticos) de pagar bônus para os 25 mais bem pagos funcionários. Esse programa é voluntário e desenhado para encorajar a participação de empresas saudáveis também e a fazer novas emissões de capital para complementar à injeção.

Mudando um pouco o foco das políticas, mirando nos consumidores, o Presidente Obama lançou um plano de resgate para prevenir a execução de hipotecas (Making Home Affordable) que pode atingir até nove milhões de proprietários. Com um orçamento inicial de 50 bilhões de dólares o programa consiste em modificar e refinar os contratos de empréstimo. As primeiras 6 instituições participantes foram o JP que ganhou 4 bilhões em incentivos e subsídios, Wells Fargo com 3 bilhões de dólares, o Citi com 2 bilhões de dólares, GMAC (0,6 bilhões de dólares), Saxon (0,4 bilhões de dólares) e a SPS (0,4 bilhões de dólares). Segundo os próprios executivos da Wells Fargo, esse programa de modificação é mais uma oportunidade incrível para milhares de proprietários preservarem o sonho da casa própria.

Feito para ajudar nove milhões de cidadãos a manter suas casas, o objetivo do programa é reduzir os pagamentos mensais para um teto de 31% da receita antes de impostos dos participantes ou refinar hipotecas já existentes mesmo que o proprietário não tenha mais saldo positivo (hipoteca – valor do imóvel > 0). O governo pode alocar até 75 bilhões, subsidiando parte da redução das parcelas e dando incentivos em dinheiro tanto para os credores quanto para os devedores participarem.

O programa exige que os credores reduzam suas taxas para que a obrigação mensal de proprietário não comprometa mais do que 38% da sua renda antes dos impostos e o governo entraria com dinheiro para a redução dos 38% da renda para 31% da receita antes do imposto. A instituição pode também reduzir o saldo do empréstimo para chegar nesses níveis. O governo dividiria os custos, completando a quantidade que as instituições receberiam se tivessem reduzido as taxas.

A condição de participação no programa é que só seriam aceitos contratos onde os custos de execução da hipoteca superem os custos de modificação e que com as modificações o nível das taxas não fique abaixo de 2%.

Além do subsídio das taxas de juros, os fundos do Tesouro serão usados para dar incentivos às instituições financeiras, aos proprietários e investidores. As instituições ganham mil dólares para cada modificação além de mil dólares por ano por três anos se o devedor continuar participando. Além disso, vai dar 500 dólares para as instituições e 1.500 dólares para os proprietários desde que as modificações sejam feitas em contratos de alto risco antes de qualquer atraso do devedor. Nas circunstâncias normais, os

proprietários ganham mil dólares anuais por cinco anos se ficarem em dia. Esses valores serão abatidos direto nos principais.

Umas das primeiras medidas, e uma das mais importantes, que evitou a corrida bancária que teve na Inglaterra pelo perigo do Northern Rock foram a garantia temporária dos depósitos até 250 mil dólares de todas as instituições financeiras pelo FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation). Primeiro o plano era de cortar nos 100 mil dólares, mas a câmara dos deputados exigiu o aumento das garantias para aprovar o TARP. Assim se evitou corridas bancárias em instituições em suspeita o que atrapalharia ainda mais o resgate do sistema financeiro. Outra garantia que foi fundamental para o sistema foi a garantia que o Tesouro deu para os mercados de curto prazo de empréstimo, mais conhecidos como Money Market, onde obrigações de curto prazo como as notas do tesouro (treasury bills) e notas promissórias (commercial papers) são negociados.

Na indústria automotiva, onde a Chrysler e a GM se encontravam à beira da bancarrota e o presidente Obama tem boa parte dos seus eleitores a situação era muito delicada. As montadoras precisavam de uma reestruturação para serem viáveis a médio e longo prazo. Como os credores estavam relutantes em uma troca total de dívida por participação o governo teve que injetar capital e diluir a participação dos acionistas para evitar uma tragédia com os maiores empregadores americanos. O valor das ações foi a quase zero, a parte da direção que não cooperava foi demitida, os pagamentos de bônus foram congelados e estudam pedi-los de volta. Neste caso, as montadoras que não podem ser consideradas responsáveis pela, crise e sim, vítimas já que eram muito dependentes de crédito, tiveram seus acionistas e executivos punidos.

4.2 Salvando os banqueiros

No item anterior vimos todas as ações do governo de combater a crise que não podem ser acusadas de serem programas de salvamento de banqueiros. As injeções de capital levavam o valor das ações dos antigos acionistas à zero ou muito perto disso, caracterizando claramente uma punição aos banqueiros que foram eleitos nesta crise, junto com a falta de regulação do governo os grandes responsáveis por ela. As remunerações para executivos foram regulamentadas, acabando com algumas e levando o resto a valores simbólicos, acabando com os páraquedas de ouro. A partir de agora vamos ver o que foi feito para resolver a crise que não puniria os banqueiros. Para eles o real motivo da crise foi uma falta de liquidez, eles argumentam até hoje que os bancos não estavam quebrados, insolvente, eles estavam ilíquidos, seus recebíveis estavam descasados com os passivos. Com a crise, os mercados de derivativos de crédito, de derivativos imobiliários simplesmente congelaram. Não tinha comprador, com os prejuízos começaram vendas forçadas que levaram os preços para o chão. As reclamações das instituições eram que não podiam precificar a carteira porque quase não tinha negociação e não podia pagar dívidas porque não conseguia vender ativos por causa do congelamento. Para os banqueiros o ideal seria reaquecer o mercado desses ativos.

O nome do programa do governo para salvar o sistema e os banqueiros é o TARP (Trouble Asset Relief Program – Programa de Alívio de Ativos Problemáticos) que tinha verba inicial 700 bilhões de dólares. Em resumo, este programa permitia ao Tesouro, comprar ativos ilíquidos e de difícil precificação de bancos e outras instituições financeiras. Um dos principais ativos tóxicos eram os CDO's (collateralized debt obligations – derivativos de dívidas com colaterais), que eram vendidos em massa num mercado que subia a largas passadas até 2007, onde esses derivativos sofreram um forte impacto com a proliferação das execuções de hipotecas e dívidas nos ativos subjacentes. O TARP tem como objetivo de melhorar a liquidez dos mercados comprando estes ativos no mercado secundário, permitindo às instituições participantes que equilibrassem seus balanços impedindo assim futuras perdas. No entanto o programa não permite aos bancos recuperar perdas já ocorridas com estes ativos, as compras serão feitas aos preços de mercado do momento e não em patamares anteriores. A esperança é que na hora em que eles voltarem a serem negociados, seus preços se

estabilizariam e em algum momento voltariam a subir produzindo ganhos tanto para os bancos participantes quanto para o Tesouro. O conceito de que era possível lucrar com o programa se baseia na opinião da indústria financeira de que estes ativos estariam tendo uma pressão sobrenatural de venda, pelas incertezas, enquanto que na verdade só uma pequena parcela das hipotecas estavam de fato inadimplentes, enquanto que a queda observada dos preços refletia números muito maiores de calote. Um dos programas do TARP para compra de ativos tóxicos era o P-PIP (Public-Private Investment Program), um fundo com dinheiro dos contribuintes e dinheiro privado que deveria comprar pelo menos 500 bilhões de dólares em ativos tóxicos. Ele é formado por dois subprogramas, o Legacy Loan Program, que deverá comprar empréstimos imobiliários que estão empacados nos balanços dos bancos. O FDIC vai garantir até 85 % do preço dos empréstimos residenciais enquanto que a iniciativa privada e o Tesouro americano se encarregam do restante. O segundo subprograma é o Legacy Securities Program, que vai comprar os derivativos tóxicos, os RMBS (mortgage-backed securities) que antes da crise eram classificados como AAA e os CMBS (commercial-backed securities) e ABS (Asset Backed Securities) que também eram classificados como AAA. Os fundos vêm em iguais partes do Troubled Asset Relief Program do Tesouro Americano, de investidores privados e de empréstimos do Term Asset Lending Facility do Federal Reserve.

Como esta questão dos ativos tóxicos foi considerada desde as primeiras discussões de como escapar da crise além destes programas principais e mais importantes tem alguns outros também. O Consumer and Business Lending Initiative é um programa de 70 bilhões de dólares, de apoio a empréstimos privados para compras de ativos tóxicos e para garantir empréstimos para pequenos negócios. Além disso, esse fundo tinha como objetivo cobrir perdas potenciais do governo na compra de ativos atrelados a hipotecas (MBS) e ativos atrelados a outros empréstimos pra consumo. O GSE mortgage-backed securities purchases foi o primeiro plano de compra de ativos tóxicos a ser executado. GSE (Government-sponsored enterprises) são grupos de serviços financeiros criados pelo congresso americano. A função deles é aumentar o fluxo de crédito para setores alvos da economia e fazer estes segmentos serem mais eficientes e transparentes. As mais famosas atualmente são a Fannie Mae e a Freddie Mac, duas GSE que visam somente o setor hipotecário. Elas eram empresas de capital

abertos e privadas embora tenham sido criadas pelo congresso. Elas foram os principais instrumentos da explosão das hipotecas, principalmente as de alto risco. Por isso, foram umas das primeiras a sucumbir, no menor sinal de piora nas inadimplências. Este programa foi criado para comprar um tipo de ativo tóxico, os ativos atrelados a hipotecas (MBS) dessas duas GSE's e tem autorização para comprar até 1,25 trilhões de dólares. As GSE's ganharam também um programa de compra de dívida emitida, pra poder injetar capital nelas permitindo que elas voltem a oferecer crédito e hipotecas e com sua entrada diminua as taxas de empréstimo que estavam sendo praticadas. E como foi feito com compra de dívida emitida ela não pune os banqueiros porque o dinheiro entra sem diluir o capital dos acionistas.

Acostumado aos anos de crédito fácil, os americanos consumiam muito e tinham várias ferramentas de alavancagem como cartões de crédito, leasings, financiamentos, empréstimos e hipotecas. Com o aperto, por terem piores colaterais que os outros setores da economia e por carregarem um drama e um peso político maiores nas execuções, é o setor mais arriscado e o primeiro a ser cortado em aperto de crédito. Por isso, políticas públicas de incentivo ao crédito de consumo são importantes também. Foi criado um programa com alçada para usar 1 trilhão de dólares para comprar ativos atrelados a empréstimos de consumo, porque pelos fatores de risco abordados acima, assim como as originadoras de crédito cortam o crédito para consumo primeiro em crise, as securitizadoras correm dos empréstimos de consumo em crises. O objetivo do Term Asset-backed securities loan Facility era comprar os ativos atrelados ao crédito para consumo das originadoras para que elas pudessem voltar a disponibilizar financiamentos de veículos e autorizar cartões de crédito novamente.

Um outro tipo de programa de alívio de ativos tóxicos que não puniam os banqueiros eram os empréstimos do governo para os bancos com colateral em ativo tóxico somando mais de 800 bilhões de dólares. Foram dois programas, um do Federal Reserve, o Term Auction Facility de 600 bilhões de dólares que permitia aos bancos comerciais descarregar ativos que não estavam conseguindo vender, incluindo os MBS como colateral e recebendo dinheiro em troca e outro do Tesouro americano, o Term Securities Lending Facility que emprestava notas do tesouro americano para os bancos aceitando em troca, como colateral, esses mesmos ativos sem demanda. Este programa tinha autorização para gastar 200 bilhões de dólares.

Outros tipos de intervenção do governo para escapar da crise além da compra de ativos tóxicos com dinheiro público, não se preocupam em punir os banqueiros. Programas como o Asset Guarantee Program de 12,5 bilhões de dólares que são escudos para perdas potenciais de investimentos do governo como os feitos no Citibank e no Bank of America e como o Targeted Investment Program de 40 bilhões que é um recurso de emergência além dos 25 bilhões já injetados no Citibank e no Bank of America, entrando em forma de empréstimo e, portanto não diluindo a participação dos acionistas e, portanto não punindo os banqueiros.

As grandes montadoras também tiveram um programa financiado pelos contribuintes e que não diluem a participação dos acionistas nem tem nenhum outro tipo de castigo pela irresponsabilidade dos proprietários e executivos embutido, é o Auto Supplier Support Program de cinco bilhões de dólares. Com a declaração das montadoras de necessidade de fundos para rolagem de dívidas de curto prazo e a sinalização de que os compromissos assinados poderiam não ser honrados levou os fornecedores ao desespero. Essas grandes empresas costumam não só serem os maiores compradores, como às vezes comprarem toda a produção, mas também financiam seus fornecedores. Assim prevendo o pior o governo lançou o programa garantindo a dívida dos grandes fabricantes americanos de automóveis com os fornecedores do que já tivesse sido entregue e disponibilizando linhas de financiamento.

Uma das maiores características desta crise é que o setor bancário que não é considerado como setor bancário pela regulação, mais conhecido como Shadow Banking System, que são os fundos e os bancos de investimento, foi responsável pela maior parte das perdas. Com grande poder econômico e político por meio dos lobbys eles conseguiram com a crise, mesmo sem ter a parte negativa da forte regulação que os bancos comerciais sofrem, tiveram as vantagens que eles têm, como o acesso a janela de redesconto do Federal Reserve, que é um acesso a crédito de longo prazo, sem colaterais e de baixo custo. Além disso, os fundos que atuam no Money Market tiveram acesso também a empréstimos diretos para cobrir perdas no valor de 540 bilhões de dólares, além de programa de incentivo de liquidez com compra pelo governo de 20 bilhões de dólares em notas promissórias de 3 meses. Eles ainda foram beneficiados como todos os que emitem notas promissórias como valores moniliários do programa de 1,4 trilhões de

dólares em compras de quaisquer notas promissórias no mercado para garantir liquidez nos mercados de crédito de curto prazo.

5] Conclusão

5.1 Japão vs USA

Como podemos ver depois de estudar a fundo as duas crises, elas são muito parecidas. Ambas as crises tem a mesma origem, uma explosão do preço das casas por alguns anos parecendo duradoura, e uma queda rápida. Os dois países tinham mercados de capitais fortemente desenvolvidos, sistemas bancários fortes, grande indústria de securitização. O mercado de dívida e de derivativos de dívida era muito grande e complexo e como as casas são os colaterais mais tradicionais, muitos derivativos sobre hipotecas. Dez anos separam o começo de uma ao começo da outra. Ambas têm estados fortes e com poder de intervenção e os instrumentos usados são rigorosamente os mesmos. Será que por isso a crise americana vai durar tanto quanto a japonesa? A economia americana vai se arrastar por 10 anos esperando uma próxima bolha pra maquiar os problemas? Mesmo com as crises sendo muito parecidas e os instrumentos serem rigorosamente os mesmos, as intervenções americanas e japonesas tem grandes diferenças.

A principal diferença são os dez anos que separam as duas crises. Quando os americanos se depararam com a crise imobiliária tiveram material para estudar, tiveram em que basear as primeiras ações. O Japão esteve sozinho na crise, enquanto que a crise americana, até pela importância dos Estados Unidos para o mundo, foi mundial. Com essa principal diferença, o poder de estudar uma crise parecida em um ambiente parecido, no mesmo cenário econômico, gozando dos mesmos instrumentos, surgiram outras três grandes diferenças, mas que são diretamente ligadas ao fato dos Estados Unidos ter tido a chance de basear sua intervenção em experiências passadas e não entrar no regime de tentativa e erro que o governo japonês foi obrigado por falta de experiência nesse tipo de crise que era inédita, num ambiente financeiro que tinha se desenvolvido muito nos últimos dez anos e, portanto criava também um ambiente econômico inédito.

A primeira grande diferença que veio do privilégio americano de ter sido um bom aluno da crise japonesa foi nos volumes investidos. O governo americano não se importou em não ser o único culpado ou dividir a conta com todos os outros países, vendo o tamanho da crise que vinha já fez um pacote de 168 bilhões de dólares em

estímulo para a economia com restituição de impostos. Só esse pacote, o primeiro, feito nos primeiros três meses de crise, antes mesmo de saber o tamanho dela, representaria 53% de toda a intervenção japonesa. Se você somar a esta intervenção todo o dinheiro gasto com a AIG você já completou em volume toda a intervenção japonesa e ainda faltam pros Estados Unidos os 600 bilhões do TARP, mais um trilhão de dólares em estímulo econômico, mais seis trilhões em programas do FED e por aí vai.

De 1992 até 2005, o Japão teve aproximadamente um trilhão de dólares em prejuízos declarados (write-offs) correspondente a 19% do PIB japonês. Todo o esforço intervencionista japonês foi de pouco mais de 300 bilhões de dólares ou 6% do PIB. Enquanto isso em menos de dois anos os Estados Unidos já conseguiu gastar 2,7 trilhões de dólares, equivalente a 19% do seu PIB, e tem já autorizados, 10,5 trilhões de dólares para gastar, algo em torno de 75% dos 14 trilhões do PIB americano de 2008. Portanto, o compromisso do governo americano em tirar o sistema financeiro desta situação, é incomparavelmente maior do que foi o do governo japonês, aumentando muito mais as chances do governo americano de ter o sucesso que o Japão não teve.

A segunda grande diferença é a velocidade do governo americano. Os primeiros sinais da crise foram percebidos no final de 2007. Em fevereiro de 2008, o governo americano já tinha aprovado um pacote de estímulo que representava 1,2% do PIB americano, comparando aos 5,6% de toda intervenção japonesa, representa 20%. Em menos de quatro meses o governo americano já tinha investido 20% do que o Japão investiu em 13 anos em relação ao PIB. E esse outubro de 2007 nem foi o momento mais crítico da crise americana e nem este pacote foi o mais importante, pelo contrário. Então não só o governo americano enfrentou a crise com muito mais dinheiro (mesmo que relativo) do que o Japão, mas o fez em muito menos tempo. Não dando tempo pra crise respirar. E a cada nova face que a crise demonstrava, o governo rapidamente montava um pacote ou uma verba de emergência que atacava o problema de frente. Como exemplo, um dia depois da AIG afirmar que poderia não ter como rolar suas dívidas de curto prazo o governo injetou 85 bilhões de dólares nela. O governo americano agia rapidamente e de forma incisiva. Foi uma intervenção agressiva.

A terceira grande diferença foi qualitativa, foi no uso dos instrumentos. Enquanto que o governo japonês agia na tentativa e erro: monta um pacote, não deu

certo, vamos montar outro e assim foi intervindo, o governo americano agrupou todas as ferramentas que julgou ter, pelo menos todos os instrumentos que eles sabiam que o Japão tinha usado e montou os programas, ficando sujeito apenas a ordem de aprovação dos programas no Congresso. Eles atacaram a crise em todas as frentes já testadas pelo Japão ao mesmo tempo para não dar chance para a crise ganhar força. Eles entraram com forte programa de capitalização, criaram um grande programa de compra de ativos tóxicos, fizeram um enorme estímulo a economia e um poderoso esforço regulatório em dois anos. Eles escolheram fazer tudo ao alcance, em vez de fazer um programa, ver o que acontecia e ir complementando. Claro que isso só foi possível pela experiência da tentativa e erro japonesa.

Uma outra diferença entre as intervenções americana e japonesa é a preocupação americana de evitar o risco moral na ajuda aos bancos. Mesmo que ambas as intervenções tenham tido programas de injeção de capital nos bancos via participação acionária e, portanto diluição do capital dos antigos acionistas, e programas de supervisão e até cancelamento dos bônus dos administradores, na intervenção japonesa, o começo teve muito caráter voluntário, onde só participavam os que queriam, ou podiam recusar (mesmo que em curto prazo) evitando a diluição. Além disso, no Japão os maiores programas foram os de compra de ativos tóxicos que não punem os acionistas a priori a não ser que os preços praticados sejam muito baixos e os bancos obrigados a participar. Mesmo os programas de injeção de capital, que são os que costumam mais punir os banqueiros, nem sempre o faziam. Eles foram na maioria das vezes nas formas de dívida subordinada que só prejudica o acionista em caso de falência já que o pagamento de dívida tem preferência até mesmo no pagamento das ações preferenciais ou na forma de *warrants* que podem ser convertidos em ações, mas nem sempre são. Então mesmo alguns programas que normalmente prejudicariam os banqueiros no caso japonês às vezes não puniam. No caso americano, o viés punitivo era muito maior. Todos os programas de injeção diluíam o capital dos acionistas e mesmo o de compras de ativos tóxicos vinham com muitas restrições ao pagamento de dividendos e a remuneração dos executivos. Isso tem muito a ver com a postura do público em geral, dos eleitores. Nos Estados Unidos, a população fez muitas manifestações acusando os executivos e investidores de serem culpados pela crise. Enquanto que no Japão a esperança é de que o governo sempre salve as empresas.

Segundo um artigo da *The Economist* da última semana de junho de 2009, o Japão vive um capitalismo familiar, onde o governo garante o lugar de todas as empresas, não existe concorrência predatória. O governo estabeleceu mecanismos para dar suporte financeiro às empresas com pior desempenho, as companhias são encorajadas a ajudar seus fornecedores mais vulneráveis e os bancos também. Enquanto no resto de mundo essa intervenção é uma excessão, fruto de uma crise como poucas, no Japão isso é uma política central do sistema. Existe essa vontade popular de manter essa estrutura de capitalismo familiar. Enquanto que nos Estados Unidos o sentimento em relação às grandes corporações e aos grandes executivos é de ódio, no Japão, mais corporativista, os executivos ainda são adorados e as grandes corporações defendidas, inclusive por terem tentado proteger as pequenas e menos lucrativas companhias. Uma diferença de comportamento claro entre os dois países explica essa diferente abordagem dos responsáveis. Enquanto nos Estados Unidos é possível se beneficiar da “Destruição Criativa” que Schumpeter tanto defendeu como principal característica do capitalismo, no Japão, esse capitalismo familiar atrapalha as falências necessárias e não permite o direcionamento do fluxo de capitais para as instituições mais sadias, que tem que dividir até seus lucros com instituições claramente a beira da falência.

5.2 A crise atual e as relações de agente-principal

Como discutimos no capítulo dois do trabalho em toda relação de firma onde o controlador não administra a empresa, existe uma relação de agente- principal com os administradores. Essa teoria, fundamentada pelo modelo de Dobbs insiste que os proprietários querem maximizar o seu lucro, em sua relação com a firma isto quer dizer maximizar o valor de sua participação e de seus dividendos. Já os executivos responsáveis pela administração querem maximizar o seu lucro, que no caso de sua relação com a firma é maximizar a sua remuneração.

Como o modelo de Dobbs mostra a função de utilidade do executivo tem um componente positivamente relacionado com a remuneração, isso quer dizer que quanto maior for maior a sua utilidade, um componente negativamente relacionado com o nível de esforço e negativamente relacionado com a variância desta remuneração. Portanto assim como a utilidade do executivo cresce quanto maior for a sua remuneração, ela cai quanto maior for o seu esforço e quão mais incerto for o seu salário. Logo, a

maximização da utilidade do executivo se dá com um alto salário fixo, onde a incerteza da remuneração é quase nula e não depende do esforço dele, o que não ai ser muito grande.

Para alinhar os interesses do agente, no caso o executivo, o Principal bota uma componente variável, tentando assim equilibrar o multiplicador negativo que acompanha o esforço na sua função de utilidade, fazendo com que ele ganhe um extra com esforço. O crescimento do sistema financeiro americano e mundial nos últimos anos se deve muito a esse esquema de remuneração variável. Os executivos muito bem pagos se esforçavam muito para bater metas e ver sua remuneração crescer exponencialmente. Maus contratos de remuneração visando somente o curto-prazo podem também ter sido responsável por esta grande alavancagem dos bancos e essa displicência com o risco. Mas sem dúvidas, durante esses últimos anos, o modelo de remuneração variável foi o que obteve mais sucesso no alinhamento de interesses entre o principal e o agente.

No entanto, outra relação de agente- principal, que só atinge o mercado financeiro agora em tempos de crise, é a relação entre os eleitores e o governo. Nessa relação, é bem mais difícil de estipular o que os agentes e os principais buscam. Existem duas vertentes do que os políticos maximizam (sem cair no lugar comum de hoje em dia de que eles só buscam maximizar seus lucros com propinas). A primeira é que eles têm como objetivo primário maximizar o Bem-estar da sociedade e a segunda é que na verdade, maximizar seria um objetivo secundário ou que como é difícil de definir bem-estar social esta seria uma consequência do objetivo primário que seria maximizar os votos. Se os políticos tentam escolher as decisões que maximizam votos, estariam decidindo na direção do que a maioria quer, e, portanto o que melhora o bem-estar da maioria seria o melhor para a sociedade.

Nesta crise imobiliária, o público em geral escolheu como culpado, não que não tenham razão, mas sem dúvidas não são os únicos culpados, os executivos e donos de bancos. Pela relação de agente-principal e pelo caráter maximizador de votos dos políticos, a intervenção americana teve um enorme viés contra os executivos e os banqueiros. Todos os programas estabeleceram limites na remuneração dos executivos e grande parte dos programas punia os acionistas com programas de diluição de capital e

cortes de dividendos. Da mesma forma que se pode dizer que os executivos dos bancos foram os responsáveis por esse comportamento irresponsável de grande alavancagem em produtos ilíquidos que quebrou o sistema, pode-se dizer que foram eles que criaram esse sistema que passou de milionário, para bilionário e agora para trilionário. Foi essa remuneração variável que mostrou para os investidores que tinham dinheiro de que era possível alinhar os interesses com executivos e passar o dinheiro das mãos dos que tem, para as dos que entendem, fazendo o sistema financeiro parar de ser uma progressão aritmética para ser uma progressão geométrica. Os últimos estudos americanos de crescimento dizem que se tirar a bolha imobiliária, o crescimento na era Bush teria sido nulo, e se tirar a explosão do mercado financeiro das últimas 2 décadas os estados unidos estariam em recessão há 15 anos. Portanto mesmo que parcialmente responsável pela crise, essa filosofia de remuneração e alinhamento de interesses permitiu um maior fluxo de capitais e o mais próximo que se chegou de alocação mais eficiente, o dinheiro estava sempre onde ele mais rendia.

Com o objetivo de maximizar votos, os programas podem acabar não maximizando o bem-estar. Com essa política de sufocar os executivos, eles podem acabar sufocando a rentabilidade dos bancos. O sucesso do mercado financeiro está diretamente ligado ao capital humano, se tiver muita restrição de remuneração, vai parar de captar os melhores cérebros e vai piorar a rentabilidade. Em vez de tentar punir os executivos, o que aumenta os votos, mas não aumenta bem-estar, deveriam se concentrar em corrigir as falhas nos incentivos. Algumas propostas como o *clawback* (cláusula que pede restituição de bônus já pago se for provado que não os motivos não forem reais) e os bônus de longo-prazo, aonde você vai resgatando de tempo em tempo: você recebe a notificação de quanto ganhou anualmente mais vai ser pago a prazo em, por exemplo, 5 anos, e se as suas estratégias não se mostrarem tão certas quanto parecia quando seu bônus foi anunciado às parcelas ainda não pagas são canceladas. Assim, os executivos só seriam recompensados se suas estratégias tivessem êxito por anos. No entanto, punir os executivos em excesso pode fazer com que eles tomem menos risco que o necessário, e tomar risco é a principal função do mercado financeiro. Essa avaliação do risco só não pode ser irresponsável.

Sobre uma administração pública não sabemos quais vão ser as políticas de remuneração, mas sem dúvidas não vão querer alinhar os interesses dos acionistas.

Portanto, as instituições que forem assumidas pela iniciativa pública não serão maximizadoras de lucros, o que foi a chave para o sucesso da economia americana. Elas podem acabar sendo veículos pra retomada do crescimento com taxas baixas para empréstimos e direcionamento para classes com mais dificuldades. Mas isso não foi exatamente o que criou essa crise?

5.3. O que esperar dos próximos anos

Os Estados Unidos encararam a crise com muito mais ênfase do que a os japoneses. Eles vão ter muito mais chance de sair dela, o que os japoneses não conseguiram. Mas a incerteza está em como os Estados Unidos vão sair desta crise. A primeira vítima da crise foi a administração republicana. Os democratas assumiram com personalidade, e enfrentaram a crise inundando a economia de dinheiro. Todos que apostam na recuperação da economia americana usam como argumento o dinamismo dela. Foi assim que eles saíram da crise de 29 e das recessões dos anos 80. Mas precisamos saber se o dinamismo vai sobreviver à crise. Os Estados Unidos lutaram contra a crise de 29 com um grande estímulo econômico de investimento em infraestrutura, o que não é mais necessário. E não se sabe se seria tão eficiente atualmente com uma economia muito mais de serviços, que não produz o que consome. O que fez os Estados Unidos sair da recessão dos anos 80 foi a explosão do mercado financeiro. Se o setor industrial não está mais tão rentável e se o sistema financeiro continuar a ser podado como está o otimismo quanto ao dinamismo tem que diminuir. Alguma novidade teria que acontecer. Se o mercado financeiro conseguir sobreviver a esta crise como ele era só que menos alavancado, pode ser um instrumento.

A perseguição aos investidores e executivos que esta intervenção está fazendo é importante para não incentivar o risco moral de que pode arriscar mais do que tem porque em último caso o governo vem e salva a todos. Mas tentar influenciar na filosofia de remuneração pode ser um passo atrás. Esse foi o modelo que multiplicou o mercado financeiro, mesmo que tenha sido responsável por esta crise, a contribuição ainda é positiva. Com a justa diluição do capital dos acionistas nas intervenções, eles sofreram com a crise e entendem que o contrato de incentivos estava mal feito, muito curtoprazista. O próprio alinhamento de interesses entre agente-principal, acionista-executivo, vai tratar de formalizar contratos com bônus de longo-prazo, *clawback* e outros incentivos. Além de diminuir a alavancagem, as mesas proprietárias e tudo que

use capital em excesso. Segundo um articulista da *The Economist* de fim de maio existe um alinhamento de interesses, uma certa convergência de algumas políticas propostas e discutidas pelos reguladores e pelos executivos. O governo tem que se concentrar em melhorar a regulação e como disse o Krugman, regular como banco tudo o que se pareça com banco. Existe uma unanimidade de que é necessário mudar as razões de alavancagem, elas serão bem menores, e todos concordam que os bancos ainda precisam levantar mais capital, mas não dá pra exigir mais agora enquanto o aperto do crédito não alivia. A experiência do Teste de Estresse, onde as carteiras de todas as instituições financeiras foram testadas num cenário pior possível, para ver como sobreviveriam, e se sobreviveriam deveria ser um evento de tempos em tempos. Agora, mesmo com as mesmas ferramentas de risco de antes o risco vai ser melhor medido, só pelo simples fato de ter na história recente, um período de fortes perdas que agora vão ser incluídos nos *backtests*. O governo deve se concentrar em combater riscos sistêmicos e ter políticas contra cíclicas e não tentar controlar as relações microeconômicas. Eles deveriam se concentrar na saúde do sistemas e nas inter-relações dos bancos.

Mesmo com a sobrevivência dos mercados financeiros, os alinhamentos de interesse se corrigindo e a regulação sendo feita com mais seriedade, os próximos anos serão de muita dificuldade. O governo americano aumentou muito suas dívidas, os gastos públicos cresceram e a arrecadação diminuiu. O instrumento da taxa de juros não pode mais ser usado porque já atingiu seu limite de 0%. O desemprego americano está muito alto e os Estados Unidos não tem espaço para crescimento do mercado interno que é um bom instrumento para sair de crises. Pelo contrário, o consumidor americano era alavancado e perdeu essa alavancagem, portanto o mercado interno diminuiu. Segundo Krugman no seu último livro, os Estados Unidos não se encontram em depressão e nem vão entrar numa. Mas ele acha que já estamos em economia da depressão. Mesmo que não estamos em depressão, nos encontramos com as dificuldades da depressão – falhas no lado da demanda, insuficiência dos gastos privados para usar a capacidade produtiva disponível. Precisamos reincentivar o crédito. Precisamos exatamente o que nos levou à crise. Foi uma bolha que ajudou os japoneses a sair do estouro da bolha deles. A criação de uma nova bolha ajudaria a maquiagem o estouro dessa. Agora sabemos um pouco mais o que regular.

6]Referências Bibliográficas

Dornbusch R, Stanley Fischer. Macroeconomia. 5ª ed. Pearson; 2006.

Kimie Harada and Takatoshi Ito (2008), “Did Mergers Help Japanese Mega-banks Avoid Failure? Analysis of the Distance to Default of Banks”, NBER Working Paper No. 14518.

Harada, Kimie and Takatoshi Ito (2008), “Mega-Mergers in Japan: Economic Reasons and Performances,” mimeograph.

Hosono, Kaoru, Koji Sakai, and Kotaro Tsuru (2007), “Consolidation of Banks in Japan: Causes and Consequences,” presented at the NBER 18th EASE conference, June.

Takeo Hoshi and Anil K Kashyap (2008) “Will the U.S. Bank Recapitalization Succeed? Lessons From Japan.” NBER Working Paper No. 14401.

Ito, Takatoshi and Kimie Harada (2006), “Bank fragility in Japan 1995-2003,” in Hutchison, M.M. and Westermann, F. (eds), *Japan's Great Stagnation Financial and Monetary Policy Lessons for Advanced Economies*, MIT Press

Blanchard O. Macroeconomia. 3ª ed. Pearson; 2005

John B. Taylor (2009), “The Financial Crisis and The Policy Responses: an Empirical Analysis of What Went Wrong”, NBER Working Paper No. 14631.

Douglas W. Diamond and Raghuram Rajan (2009) “The Credit Crisis: Conjectures about Causes and Remedies”, NBER Working Paper No. 14739.

Pierpaolo Benigno (2009), “New-Keynesian Economics: an AS-AD View”, NBER Working Paper No. 14824.

Mankiw NG. Macroeconomia. 5ª ed. LTC;2004

KEYNES, John Maynard. “Teoria geral do emprego, do juro e da moeda (General theory of employment, interest and money)”. Tradutor: CRUZ, Mário Ribeiro da. São Paulo: Editora Atlas, 1992. ISBN 9788522414574

Vickers, John and Yarrow, George (1996), “Privatization: an Economic Analysis” published by MIT Press

KEYNES, John Maynard. “The end of laissez-faire”. Amherst, New York: Prometheus Books, 2004. ISBN 1591022681

Ahearne, Alan, e outros. “Preventing Deflation: Lessons from Japan’s Experience in the 1990’s.” International Finance Discussion Papers 729, Board of Governors of the Federal Reserve System, Junho de 2002.

McKinnon, Ronald I. and Kenichi Ohno. “Dollar and Yen: Resolving Economic Conflict between the United States and Japan.” Cambridge, MA: MIT Press, 1997.

Krugman, Paul. “A crise de 2008 e a Economia da Depressão”. Editora Campus/Elsevier, 2008.

7 Gráficos

Gráfico 1: Taxa de juros nominais de curto prazo do Japão

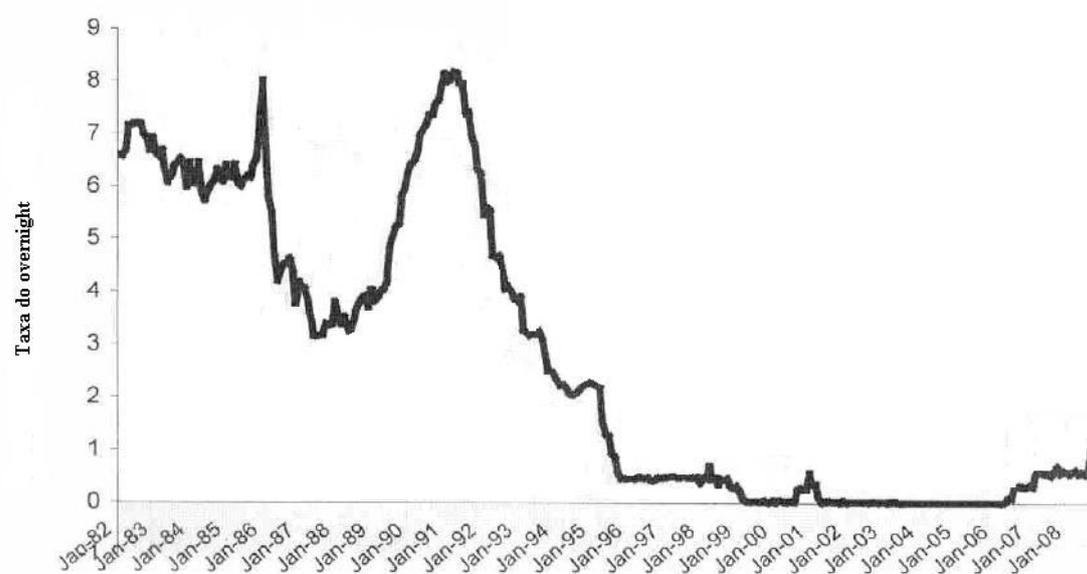


Gráfico 2: Preço das casas nos US e no Japão

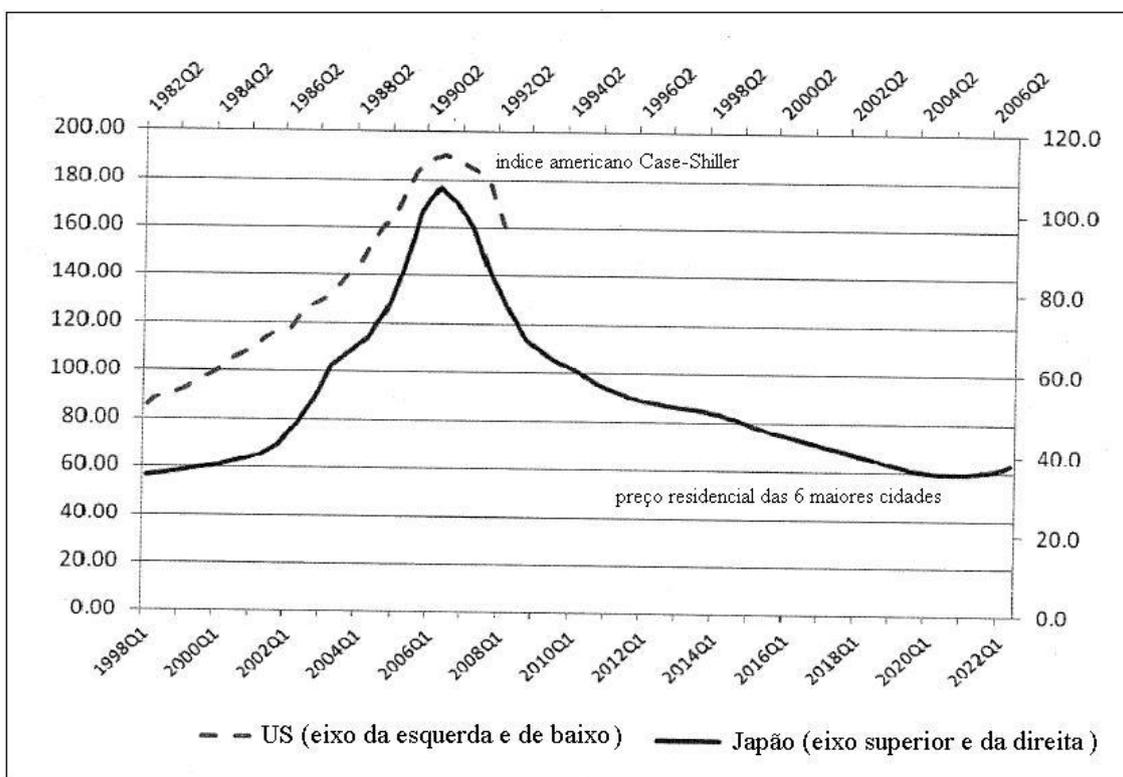


Gráfico 3: Taxa de juros nominais de curto prazo do Japão

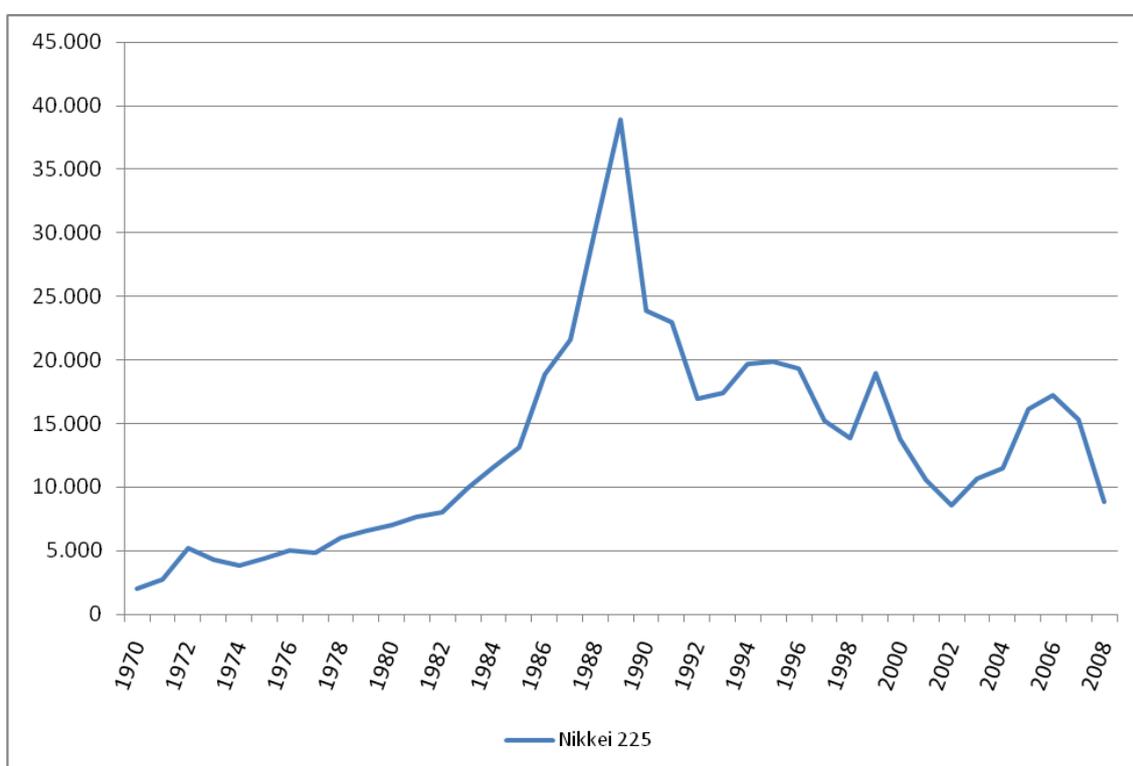


Gráfico 4: Diferença entre as taxas do interbancário de 1 ano em Yen de dois bancos japoneses e a taxa média paga pelos bancos americanos e europeus

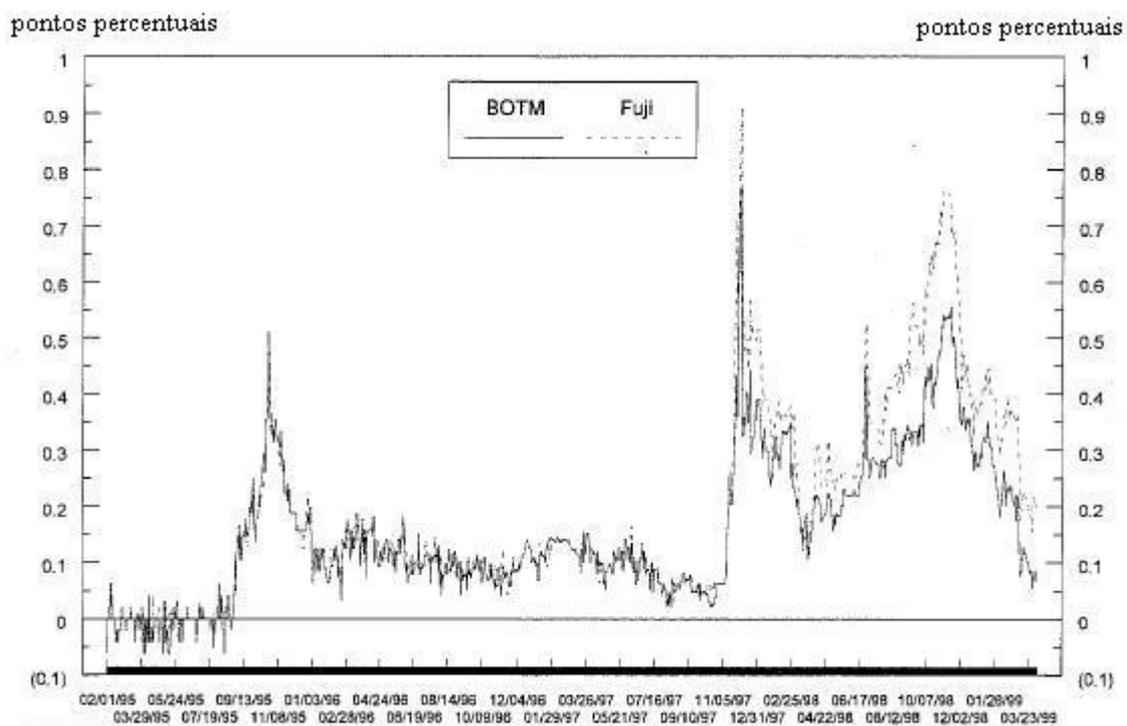


Gráfico 5: Diferença entre a máxima e a mínima diária da taxa do overnight

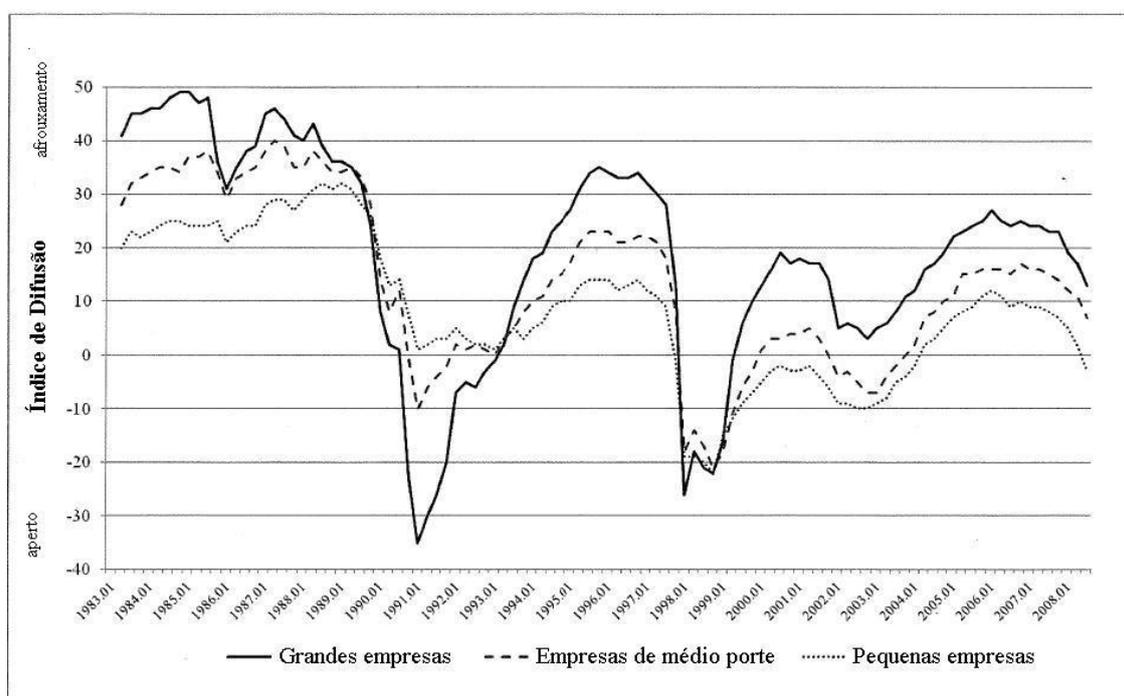
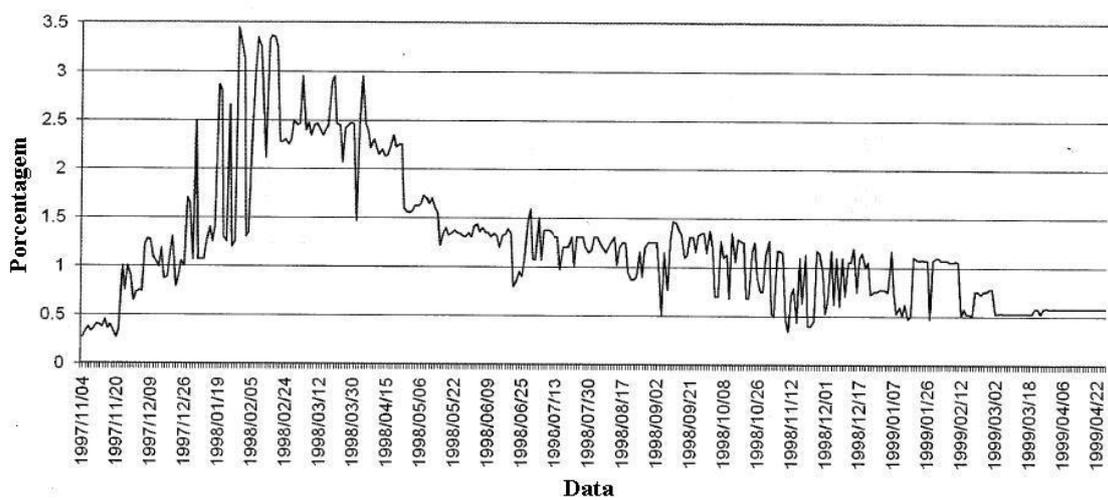


Gráfico 6: Pesquisa sobre percepção do mercado de crédito para os bancos Japoneses
(diferença entre a porcentagem de respostas de percepção de aperto e de afrouxamento)



8 Tabelas

Tabela 1: Perdas em empréstimos no Japão (¥ trilhões)

| Data | Perdas em empréstimos | Perdas acumuladas desde 04/1992 | Número de grandes bancos |
|--------|-----------------------|---------------------------------|--------------------------|
| Mar-94 | 3,872 | 5,512 | 21 |
| Mar-95 | 5,232 | 10,744 | 21 |
| Mar-96 | 13,369 | 24,113 | 20 |
| Mar-97 | 7,763 | 31,876 | 20 |
| Mar-98 | 13,258 | 45,134 | 20 |
| Mar-99 | 13,631 | 58,765 | 17 |
| Mar-00 | 6,944 | 65,709 | 18 |
| Mar-01 | 6,108 | 71,817 | 18 |
| Mar-02 | 9,722 | 81,539 | 15 |
| Mar-03 | 6,658 | 88,197 | 13 |
| Mar-04 | 5,374 | 93,571 | 13 |
| Mar-05 | 2,848 | 96,419 | 13 |
| Mar-06 | 0,363 | 96,782 | 11 |
| Mar-07 | 1,046 | 97,828 | 11 |
| Mar-08 | 1,124 | 98,952 | 11 |

Tabela 2: Empresas de gestão de ativos problemáticos no Japão (¥ trilhões)

| Nome | Datas | Ativos alvos | Valor gasto [valor contábil] em tri de Yens | Comentários |
|--|----------------|---|--|--|
| Cooperative Credit Purchasing Company | 12/1992-3/2001 | Empréstimos não-rentáveis | 5,8 trilhões de yens [15,4] | Financiado pelo setor privado, benefício fiscal. Liquidado em 3/2004 |
| Tokyo Kyodo Bank | 1/1995-4/1999 | Ativos de bancos quebrados | 4,7 trilhões de yens [NA] | Renomeado como RCB em 09/1996 |
| Housing Loan and Administration Corporation | 7/1996-4/1999 | Empréstimos de jusen quebradas | 4,656 trilhões de yens [NA] | Financiado pelo setor público e privado |
| Resolution and Collection Corporation | 4/1999-6/2005 | Ativos inclusive de bancos solventes | 0,356 trilhões de yens [4,04] | A partir de 2001, também cuidou da reorganização dos empréstimos |
| Industrial Revitalization Corporation of Japan | 5/2003-3/2005 | 2 anos pra comprar empréstimos não-rentáveis e 3 anos pra reestruturá-los | 0,53 trilhões de yens [0,97] | Restruturou 41 devedores totalizando 4 trilhões. Fechado em 05/2007 |

Tabela 3: Programas de injeção de capital no Japão (¥ trilhões)

| Lei | Data | Ativos usados | Número de instituições financeiras | Capital Injetado | Quantidade vendida até 09/2008 |
|---|-------------------|--|------------------------------------|------------------|--------------------------------|
| Financial Function Stabilization Act | Mar-98 | Ações preferenciais e dívida subordinada | 21 | 1,816 | 1,653 |
| Prompt Recapitalization Act | mar/1999-mar/2002 | Ações preferenciais e dívida subordinada | 32 | 8,605 | 8,82 |
| Financial Reorganization Promotion Act | Sep-03 | Dívida Subordinada | 1 | 0,006 | 0,006 |
| Deposit Insurance Act (article 102-1) | Jun-03 | Ações preferenciais e ações ordinárias | 1 | 1,96 | 0,611 |
| Act for Strengthening Financial Functions | nov/2006-dez/2006 | Ações preferenciais | 2 | 0,041 | 0 |

Tabela 4: Evolução do capital dos bancos japoneses de 2003-2007 (¥ trilhões)

| | Mar-07 | Mar-03 | Change | Contribuição percentual |
|---|--------|--------|--------|-------------------------|
| Capital oficial | 40,3 | 24,8 | 15,5 | 100% |
| Ações ordinárias | 9,3 | 10,2 | -0,9 | -5,8% |
| Excedente de capital | 8,7 | 8,6 | 0,1 | 0,6% |
| Lucro retido | 13,4 | 4,4 | 9 | 58,1% |
| Ganhos líquidos não realizados com ações e outros | 8,2 | 0,1 | 8,1 | 52,3% |
| Reserva de reavaliação de terras | 1 | 1,5 | -0,5 | -3,2% |
| Ganhos líquidos em instrumentos de hedge | -0,3 | 0 | -0,3 | -1,9% |

Tabela 5: Estrutura de capital no sistema bancário Japonês (¥ trilhões)

| Date | Capital regulatório | Impostos diferidos | provisão pros write-offs | Capital modificado | Capital em posse do governo | Ativos | Gap de capital |
|--------|---------------------|--------------------|--------------------------|--------------------|-----------------------------|----------|------------------|
| | A | B | C | D=A-B-C | E | F | G=0,03F-D |
| Mar-96 | 27,9 | 0 | 0 | 27,9 | 0 | 846,5 | -2,5 |
| Mar-97 | 28,5 | 0 | 15 | 13,5 | 0 | 856 | 12,2 |
| Mar-98 | 24,3 | 0 | 4,9 | 19,4 | 0,3 | 848 | 6 |
| Mar-99 | 33,7 | 8,4 | 4 | 21,3 | 6,3 | 759,7 | 1,5 |
| Mar-00 | 35,6 | 8,2 | 5,8 | 21,6 | 6,9 | 737,2 | 0,5 |
| Mar-01 | 37,6 | 7,1 | 7,5 | 23 | 7,1 | 804,3 | 1,1 |
| Mar-02 | 30,2 | 10,6 | 6,8 | 12,8 | 7,2 | 756,1 | 9,6 |
| Mar-03 | 24,8 | 10,6 | 5,4 | 8,8 | 7,3 | 746,3 | 13,6 |
| Mar-04 | 29 | 7,2 | 5,7 | 16,1 | 8,9 | 746,7 | 6,3 |
| Mar-05 | 31,4 | 5,7 | 6,9 | 18,8 | 8,1 | 745,9 | 3,6 |
| Mar-06 | 37,3 | 2,3 | 8,3 | 26,7 | 5,2 | 766,9 | -3,7 |
| Mar-07 | 40 | 1,3 | 9,4 | 29,4 | 3,5 | 761,1 | -6,5 |
| Mar-08 | 34,8 | 3,6 | 10,2 | 21 | 3,1 | 780,7 | 2,4 |