

TEXTOS PARA DISCUSSÃO

nº 269

*Sistema de Financiamento Habitacional
nos Estados Unidos
Expansão, Crise e Nova Estrutura*

*Fernando Carlos Greenhalgh
de Cerqueira Ltna*

Instituto de Economia Industrial
Universidade Federal do Rio de Janeiro

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA INDUSTRIAL



SISTEMA DE FINANCIAMENTO HABITACIONAL NOS ESTADOS UNIDOS
EXPANSÃO, CRISE E NOVA ESTRUTURA

Fernando Carlos Greenhalgh de Cerqueira Lima
Dezembro/1991



43 - 016621

FEA - UFRJ

BIBLIOTECA

Data: 08/07/93

N.º R: 040004-1

S
UFRJ/IEI
TD 269

MS 94365

Ficha Catalográfica

Lima, Fernando Carlos Greenhalgh de Cerqueira.

Sistema de financiamento habitacional nos Estados Unidos:
Expansão, crise e nova estrutura /Fernando Carlos Greenhalgh
de Cerqueira Lima. - Rio de Janeiro:UFRJ/IEI, 1991.

29p.; 21 cm. - (Textos para Discussão. IEI/UFRJ, nº 269).

Bibliografia: p. 28-29.

1. Sistema Financeiro da Habitação - SFH - Estados Unidos.
2. Estados Unidos - Política Habitacional. 3. Sistema Financeiro - Estados Unidos. I. Título II. Série.

1 - APRESENTAÇÃO

Desde o início dos anos trinta nos Estados Unidos, e desde meados dos anos sessenta no Brasil, buscou-se desenvolver um sistema de financiamento habitacional especializado, composto de instituições e mecanismos financeiros direcionados exclusivamente para aquela finalidade. Em função das características particulares daquele tipo de crédito (em termos de prazos, taxas, risco, etc.) e do caráter prioritário que assumia para a sociedade como um todo, esses sistemas especializados foram criados e se expandiram dentro de rígidos padrões de proteção e de regulação por parte das autoridades financeiras. Ao longo dos anos oitenta, todavia, os sistemas de financiamento habitacional especializados tanto dos EUA como do Brasil entraram em crise, por razões obviamente diversas, mas que tiveram como resultado comum uma radical transformação de suas estruturas.

De fato, o desenho atual de que poderíamos chamar genericamente de "Sistema Financeiro da Habitação" (SFH) tanto dos EUA como do Brasil diferem sensivelmente daquele vigente até o final dos anos setenta. Mais ainda, na medida em que os efeitos da crise desses sistemas serão ainda sentidos pelos próximos anos, é razoável se esperar que suas estruturas venham a sofrer novas modificações ao longo da década de noventa. Assim, embora reconhecendo que se tratam de situações conjunturais substancialmente diversas, acreditamos que o entendimento do processo de criação, evolução e crise do sistema de poupança norte-americano possa trazer importantes subsídios que contribuam para o debate sobre os possíveis rumos a serem seguidos pelo SFH no Brasil, principalmente levando em conta o fato de que a montagem do nosso SFH em meados dos anos sessenta foi em boa parte inspirada no modelo daquele outro país.

A próxima seção descreve as principais características do sistema de financiamento habitacional especializado dos Estados Unidos tal como foi concebido nos anos trinta, sendo sua evolução até meados dos anos sessenta analisada na terceira seção. A seguir são apresentadas, em linhas gerais, as razões que

levaram aquele sistema a enfrentar crescentes dificuldades ao longo da década seguinte. A crise e as mais importantes modificações ocorridas nos anos oitenta são tratadas na seção 5. A seção 6 descreve as medidas incluídas no chamado "Plano Bush" para a reestruturação do sistema de poupança, além de apresentar um panorama de sua situação atual. Por fim, na última seção são traçados alguns paralelos entre a experiência norte-americana e o caso brasileiro.

2 - A CRIAÇÃO DO SISTEMA ESPECIALIZADO DE FINANCIAMENTO HABITACIONAL

O modelo de financiamento habitacional especializado que vigorou basicamente até a década de setenta nos EUA nasceu no bojo das profundas reformas ocorridas no sistema financeiro americano no início dos anos 30, motivadas pela virtual quebra do sistema bancário ocorrida durante a Grande Depressão. No que se refere às instituições bancárias, as principais peças da legislação de âmbito federal da época constituíram-se no Banking Act e no chamado Glass-Steagall Act, ambos de 1933.

O Banking Act foi responsável, entre outras medidas, por duas modificações fundamentais no sistema bancário. Em primeiro lugar, criou o seguro de depósitos, inicialmente cobrindo até 2.500 dólares por depósito, quantia essa logo após elevada para 5.000 dólares. Esse seguro seria coberto por um fundo especial, cuja administração foi entregue a uma agência governamental especialmente criada para essa finalidade, a Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC). A segunda medida de importância foi o estabelecimento de um teto para os juros oferecidos pelos bancos comerciais aos seus depositantes (conhecido como Regulation Q).

A implantação do seguro de depósito era defendida pela necessidade de se garantir a estabilidade dos sistemas bancários e monetários: na medida em que suas contas passivas eram muito líquidas e as de seu ativo (basicamente empréstimos) eram pouco líquidas, os bancos estariam sujeitos a sofrer crises periódicas de liquidez que seriam facilmente contornáveis, ou mesmo

evitáveis, através de uma supervisão adequada e da existência do seguro de depósitos. Na verdade, até o final dos anos setenta essa visão prevaleceu, uma vez que, de fato, até então poucos bancos haviam falido e o sistema bancário apresentou-se relativamente estável. Como se verá adiante, contudo, o seguro total de depósitos - somado à ineficiência da supervisão dos reguladores - tem sido apontado por muitos como uma das principais razões da crise atual das instituições de depósito.

Além da questão da estabilidade do sistema bancário, uma das principais motivações dos legisladores que aprovaram as reformas do sistema financeiro norte-americano dos anos 30 era o receio de que as instituições bancárias se tornassem muito poderosas política e economicamente. Havia naquela época, mais do que em outras, uma desconfiança popular generalizada contra os banqueiros - a qual, dada a experiência norte-americana, era perfeitamente justificável - e que foi acirrada quando das revelações dos inquéritos parlamentares sobre as causas das falências a partir de 1929. (1)

Assim, para impedir que se verificasse um processo de concentração bancária, foi instituído um teto nas taxas de juros oferecidas aos depositantes pelos bancos, de tal forma a impedir um "excesso de concorrência" entre os bancos que pudesse levar a um eventual processo de concentração bancária. Ainda nessa direção foi reforçada a regionalização das atividades das instituições de depósito - thrifts e bancos comerciais - que havia sido estabelecida em 1927 através do McFadden Act. Para alguns analistas, contudo, a Regulation Q veio na verdade atender a uma reivindicação do próprio setor bancário, mais interessado naquele momento em garantir sua sobrevivência do que em competir (Chandler & Jaffe, 1976).

(1) Desde o início da crise da Bolsa de Valores em 1929, os grandes bancos assumiram uma posição de não intervenção em um mercado que haviam ajudado a desenvolver. Mais tarde, uma comissão de inquérito, instaurada pelo Congresso em 1932, concluiu que muitos dos grandes bancos atuaram de maneira fraudulenta. Esses fatos ajudaram a criar um clima político desfavorável aos bancos e a tornar populares os legisladores que defendiam medidas restritivas às operações das instituições financeiras em geral (Born, 1983).

O Glass-Steagall Act, por sua vez, procurou estabelecer uma separação absoluta entre as atividades de banco comercial e de banco de investimento. A argumentação teórica de tal separação era encontrada na teoria do *real bill* - inicialmente apresentada por Adam Smith e de forte tradição na Inglaterra -, segundo a qual os bancos deveriam se limitar a oferecer créditos de curto prazo, com o que poderiam aumentar suas atividades em épocas em que crescesse a demanda por empréstimos (Litan, 1987). Além disso, muitos acreditavam que a atuação dos bancos comerciais em operações de subscrição de ações e debêntures de empresas privadas, assim como no lançamento de títulos governamentais, teria levado a que o colapso da Bolsa de valores no período 1929-33 afetasse profundamente os bancos. Naquele período, 9.000 bancos - alguns deles de grande porte - dos 25.000 anteriormente existentes faliram, causando a perda dos depósitos de milhões de clientes.

O apoio federal ao setor de crédito imobiliário foi inicialmente estabelecido em 1932 com a criação do *Federal Home Loan Bank System* (FHLBS), formado por 12 *Federal Home Loan Banks* (FHLBs) de caráter regional, que passaria a atuar como um verdadeiro banco central do setor de crédito imobiliário ao estilo dos *Federal Reserve Banks* (FEDs). Poderiam se tornar membros do FHLBS as *savings and loan associations* (S&Ls) e os *mutual saving banks* (MSBs), ambos conhecidos com o nome genérico de *thrifts*. As instituições credenciadas pelo governo federal tornavam compulsoriamente membros do FHLBS, enquanto que aquelas credenciadas pelos governos estaduais teriam de se habilitar para poderem aderir ao sistema. (2)

(2) A legislação que regula as atividades das instituições financeiras nos Estados Unidos é extremamente complexa e muitas vezes conflitantes. Até 1863 todas as instituições financeiras eram autorizadas a funcionar e reguladas pelos estados. Com a criação naquele ano do *Office of the Comptroller of the Currency* (OCC), passou a existir um sistema financeiro dual, com uma parte dos bancos passando à supervisão federal, embora apenas a partir da criação do FDIC tenha havido um maior incentivo para os bancos optarem por se tornar federais. As S&Ls, cuja existência data de 1831, encontravam-se todas sob legislação estadual até 1933. Em 1933, de um total de 3.500 S&Ls então existentes, 44% eram federais, detendo cerca de

Os FHLBs tinham como objetivo dar maior flexibilidade e poder de expansão a seus membros, ao provê-los de uma reserva de crédito que estaria disponível caso houvesse algum problema de liquidez. Para assumir essa posição do emprestador de última instância às *thrifts* (à semelhança do papel exercido pelo FED com os bancos comerciais), os FHLBs, além de se capitalizarem através da venda de ações para seus membros, captavam recursos no mercado de capitais com a colocação de debêntures de sua emissão. Por outro lado, as normas de atuação das *thrifts* eram estabelecidas pelo *board* que reunia os 12 FHLBs (o FHLBB) o qual, entre outras funções, estipulava critérios de adequação de capital, de composição das carteiras de empréstimos, de fontes de recursos, etc., podendo, dentro de certos limites, alterar os critérios estabelecidos. Coube também ao FHLBB a administração do *Federal Savings and Loan Insurance Corporation* (FSLIC), equivalente ao FDIC, que garantia os depósitos das S&Ls nos mesmos limites estabelecidos para os bancos. (3)

Outra importante fonte de apoio governamental ao financiamento imobiliário consistiu no seguro de crédito e de cont. nota

(2) 65% do total de ativos (Boleat, 1985). Até hoje ocorrem conflitos entre as diferentes legislações, geralmente resolvidos em demorados processos na Justiça. (Para um melhor detalhamento das origens e das consequências desse sistema dual, ver por exemplo, Litan, 1987 e Karenken, 1986).

(3) Como afirmam Kane (1989) e Barth & Bradley (1989), o fato de o FHLBB administrar o FSLIC criava nitidamente um conflito de interesses para um órgão (o FHLBB) cuja função era a de dar apoio às *thrifts* - que, inclusive, eram suas acionistas -, mas que, ao mesmo tempo, deveria atuar no sentido de garantir que as *thrifts* operassem dentro de padrões que satisfizessem, por exemplo, as exigências de uma companhia de seguro privada. Esse conflito de interesses acabou por impedir o FHLBB de preparar um plano de reestruturação do setor de poupança tão logo foram detectados seus problemas em meados da década de oitenta (problemas esses que acabaram, mais tarde, por provocar a falência do FSLIC). Nesse sentido, a atuação do FHLBB foi desastrosa, constituindo-se, de fato, em uma organização controlada pela indústria de poupança, que dele exigia que não interferisse em seus negócios (Ball, 1989). O FHLBB acabou extinto em 1989, com suas funções sendo distribuídas por outros órgãos governamentais. Mantém-se, contudo, o FHLBS, integrado pelos mesmos doze FHLBs regionais.

garantia concedidos pela Federal Housing Administration (FHA) e a Veterans Administration (VA). Através desses mecanismos de seguro, incentivou-se os bancos comerciais e companhias de seguro a reterem em seus portfólios as hipotecas iniciadas pelas *thrifts* e por bancos hipotecários (que eram basicamente iniciadores que repassavam as hipotecas para outras instituições). Mas talvez mais fundamental para o desenvolvimento posterior do crédito imobiliário tenha sido o fato de que a instituição das hipotecas residenciais do tipo FHA/VA forçaram a propagação de uma nova forma de pagamento, em que as prestações mensais incluíam a amortização do principal, além dos juros. Pelo sistema anterior, as mensalidades só cobriam os juros, sendo o principal amortizado de uma só vez ao final do contrato, que geralmente tinha a duração de não mais de 5 anos. Essa forma de pagamento havia levado a uma inadimplência generalizada nos anos trinta. Além disso, as hipotecas com garantia FHA/VA eram de prazo mais longo (até 25 anos), com taxas de juros fixas.

Vale ainda registrar, entre as medidas que deram lugar ao estabelecimento do sistema de financiamento habitacional nos anos trinta, a criação da Federal National Mortgage Association (FNMA, mais conhecida como Faninie Mae) (1938), cuja principal função seria a de desenvolver o mercado secundário de hipotecas. A FNMA comprava hipotecas das *thrifts* e dos bancos hipotecários (até 1970, apenas aquelas com a garantia FHA/VA) e para isso arrecadava recursos através da colocação de debêntures e outros títulos de crédito junto aos mercados de capitais. Embora a idéia original fosse a de que suas atividades acabassem por gerar um autêntico mercado secundário, a FNMA, até 1968 - quando sofreu uma profunda reestruturação - de fato basicamente mantinha as hipotecas em sua carteira. Em outras palavras, a FNMA atuava como uma verdadeira S&L de enormes proporções, com a diferença de operar como atacadista (Boleat, 1985).

3 - EXPANSÃO DO SISTEMA DE POUPANÇA ATÉ MEADOS DOS ANOS 60

Os anos 50 e a primeira metade dos anos 60 assistiram ao auge da atuação do sistema de financiamento habitacional especia-

lizado, tal como originalmente concebido, e que contribuiu decididamente para o processo de suburbanização da classe média norte-americana. Nesse período de inflação e de taxas de juros reduzidas e em que a renda pessoal crescia quase sem interrupção, as instituições vinculadas ao financiamento habitacional prosperaram e a proporção de residentes em casa própria aumentou substancialmente (de cerca de 43% em 1940 para 63% em 1970).

Os dados para esse período são realmente impressionantes. Apenas na década de cinquenta foi iniciada a construção de mais de 17 milhões de unidades residenciais. Desse total, cerca de 75% foram financiadas através de crédito hipotecário. O saldo das hipotecas residenciais, que representava cerca de 18% da renda pessoal disponível em 1946, atingiu cerca de 55% em 1965 (Stone, 1986).

O apoio governamental à construção de habitações pós-1945 foi fundamental. Além da atuação dos FHLBs junto às *thrifts* e das facilidades à emissão de hipotecas residenciais advindas da padronização estabelecida pela FHA e pela VA, verificou-se que 20 a 40% do total dos empréstimos habitacionais no período 1946-59 foram realizados com hipotecas garantidas pelas FHA e VA (Guttentag, 1961). Até 1960, dois milhões dos quinze milhões de indivíduos habilitados a receber subsídios pela VA para adquirir casa própria já o haviam feito (Ludtke, 1961, pg.304). Por sua vez, a FNMA atuou intensamente nesse período, adquirindo hipotecas garantidas pelas FHA e VA, além de ter tido uma preocupação de agir anti-ciclicamente, comprando mais do que vendendo em momentos de queda da construção residencial (Evans, 1979 e Guttentag, 1961).

Nesse mesmo período, a administração dos negócios das S&Ls se mostrava relativamente fácil: seus dirigentes eram conhecidos como "3-6-3", no sentido de que suas atividades resumiam-se em captar a 3%, emprestar a 6%, e, às 3 horas da tarde estar em seu clube de golfe (Lewis, 1989). Embora atuassem no mercado secundário, comprando e vendendo hipotecas, o papel das S&Ls (assim como dos MSBs) consistia basicamente em originar hipotecas junto a seus clientes e retê-las em seu portfólio até a maturação das mesmas. Cerca de 80% de seus ativos eram represen-

tados por hipotecas residenciais e mais de 85% de seus recursos eram captados sob a forma de depósitos de poupança. Assim, as S&Ls, que em 1950 respondiam por 24% do saldo de hipotecas residenciais, passaram a deter 40% desse total em suas carteiras em 1965. Os MSBs aumentaram sua participação, de 13% em 1950, para 16% em 1965. Nesse mesmo período, tanto os bancos comerciais como as companhias de seguro tiveram sua participação reduzida de cerca de 20% para 15%, enquanto que os bancos hipotecários se desenvolviam principalmente graças à atuação da FNMA na aquisição das hipotecas (FHA/VA) por eles originadas.

4 - A INSTABILIDADE DOS ANOS SETENTA

A crise bancária de 1966, fruto da elevação das taxas de juros dos títulos públicos e que causara uma grande fuga dos depositantes dos bancos (o chamado processo de desintermediação bancária) representou o início do fim do período da continuada expansão das S&Ls. Ao final de 1966, os limites impostos pela **Regulation Q** foram estendidos às S&Ls, ainda que, como forma de 0,5 pontos percentuais acima daquela oferecida pelos bancos comerciais (mais tarde reduzidos para 0,25). Outras crises de desintermediação vieram a ocorrer em 1969-70 e em 1973-4.

As instituições bancárias, contudo, possuíam substanciais vantagens comparativas sobre a S&Ls para escapar dos rigores da **Regulation Q** a partir do processo de inovação bancária:

- i) já em 1961, alguns grandes bancos de Nova York haviam lançado certificados de depósitos, cuja remuneração não estava sujeita à regulação. Esses títulos possibilitaram aos bancos inclusive captar recursos em outros estados;
- ii) os bancos passaram a se organizar sob a forma de *holdings* (BHCs) constituídos de um único banco, como forma de escapar das limitações impostas pelo BHC ACT de 1956, com o que poderiam atuar em outros ramos de negócio financeiros não estritamente bancários. (Embora novas restrições à atuação dos bancos houvessem sido impostas pela emenda de 1970, os bancos continuaram essa forma de organização através das

concessões oferecidas por um número crescente de estados); e

iii) os bancos passaram a se expandir rapidamente em outros países (Litan, 1987). (4)

Duas inovações financeiras ao longo dos anos 70 com o objetivo de fugir aos rigores da **Regulation Q** merecem ainda ser destacadas, embora seus impactos só se fizessem sentir a partir do final da década. A primeira delas foram as **negotiable orders of withdrawal (NOW)**, lançadas inicialmente pelas S&Ls de alguns estados, mas da qual fizeram uso também alguns bancos comerciais (à diferença dos certificados de depósitos dos bancos, cujo valor nominal mínimo era de US\$ 100 mil, as contas NOW podiam ser movimentadas por pequenos investidores). A outra inovação, mais importante - por não ter sido introduzida pelas instituições de depósito - apareceu sob a forma dos **money market mutual funds**, que são empresas financeiras que vendem quotas de pequeno valor e investem os recursos em títulos de grande liquidez. Embora o produto que vendiam não fosse garantido pelo seguro de depósitos, como os depósitos à vista e os de poupança, os MMMFs prosperaram rapidamente a partir de 1977.

Embora apresentando um grau crescente de fragilidade, as S&Ls expandiram vigorosamente suas atividades na década de setenta, principalmente até 1978. Crescer era mesmo uma necessidade, na medida em que as taxas de juros cobradas nos novos contratos eram, em termos nominais, superiores às vigentes nas décadas anteriores, possibilitando assim a elevação da taxa média de retorno. Com a ajuda da **Regulation Q**, a taxa média de retorno dos empréstimos hipotecários das S&Ls manteve-se acima do custo médio dos recursos captados ao longo de todo o período que antecedeu a crise de 1981-2. Nesse sentido Ball (1989) argumenta que, apesar de ser impraticável no longo prazo, a **Regulation Q** de alguma maneira acabou beneficiando as S&Ls naquele período.

(4) Essas vantagens possibilitavam aos bancos concorrer com outras instituições não-bancárias. Entretanto, devido à pequena vantagem comparativa que tinham as *thrifts* com relação aos juros oferecidos aos depositantes, a participação dos bancos na captação de depósitos caiu em relação à das *thrifts*.

O crescimento da S&Ls até 1978 pode ser medido de diversas maneiras. Seus ativos totais alcançaram US\$ 524 bilhões naquele ano, contra US\$ 130 bilhões em 1965, sendo que o saldo de seus empréstimos habitacionais elevaram-se de US\$ 110 bilhões para US\$ 433 bilhões no mesmo período. A manutenção do caráter especializado da S&Ls se refletia no fato de a proporção dos saldos dos empréstimos habitacionais nos ativos totais ter permanecido relativamente constante (em pouco mais de 80%).

Por outro lado, as S&Ls mantiveram, em cerca de 40%, sua participação no saldo global de hipotecas residenciais, que entre 1970 e 1978 aumentou de US\$ 176 bilhões para US\$ 524 bilhões. Sua participação no total de hipotecas iniciadas chegou mesmo a se elevar de cerca de 31%, em 1970, para 45%, em 1976, caindo para 36% em 1979. Esse grande crescimento verificado na disponibilidade de crédito para a aquisição de imóveis acabou por se refletir também em um vigoroso ritmo de atividade da construção residencial. O número de unidades iniciadas atingiu seu ponto máximo em 1972 (2,2 milhões) e, ainda que declinando substancialmente durante a recessão de 1974-5, voltou a crescer, alcançando novamente a marca de 2 milhões em 1978.

Ainda em relação à década de setenta, é importante mencionar o aparecimento e rápido desenvolvimento de três agências governamentais (ou quase governamentais) que tinham como função primordial aumentar a oferta de recursos para o setor habitacional, ao mesmo tempo em que desenvolveriam o mercado secundário de hipotecas. Essa era, como vimos anteriormente, a função da FNMA, que acabou, em 1968, sendo subdividida em duas. A função de apoiar o financiamento para setores de renda baixa e média, através da garantia de títulos hipotecários lastreados por pools de hipotecas com garantia FHA/VA emitidos por bancos hipotecários e pelas thrifts passou a ser da Government National Mortgage Association (GNMA, mais conhecida como Ginnie Mae), pertencente ao Departamento de Desenvolvimento Habitacional Urbano. A FNMA foi privatizada, mantendo a função de adquirir hipotecas do tipo FHA/VA, tal como antes, embora gradualmente tenha adquirido um volume crescente de hipotecas convencionais (i.e., sem garantia ou garantidas por instituições privadas).

Em 1970 foi criada a Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC, conhecida também por Freddie Mac), com a função de desenvolver o mercado secundário de títulos hipotecários lastreados em hipotecas convencionais. A FHLMC atua de duas maneiras. Primeiro, através da aquisição de hipotecas convencionais, que são então revendidas através de certificados de participação representando rendimentos em um conjunto específico (um pool) de hipotecas. A Freddie Mac atua também através de um sistema conhecido como swap, em que compra do agente iniciador um conjunto de hipotecas e revende ao mesmo iniciador os certificados de participação (garantidos) lastreados naquelas hipotecas. Com isso, o agente iniciador consegue trocar empréstimos hipotecários por títulos hipotecários, que possuem evidentemente muito maior liquidez. A FHLMC era controlada, até 1989, pelo FHLBB e, tal como a FNMA, é considerada uma empresa privada, embora o governo federal exerça grande influência sobre suas atividades e sirva de fato como garantidor em última instância dos títulos por ela emitidos ou garantidos. Como veremos mais adiante, o papel das três agências acima mencionadas ganhou especial destaque nos anos oitenta.

5 - CRISE DOS ANOS 80

A mudança da política monetária a partir de fins de 1979 tornou ainda mais delicada a situação das *thrifts*. A nova orientação do FED era para que fossem estabelecidas metas para expansão monetária, deixando a taxa de juros flutuar livremente de maneira a se ajustar às metas programadas. Como consequência dessa linha de atuação, a taxa de juros de curto prazo elevou-se bruscamente. A taxa das Letras do Tesouro de seis meses, que se encontrava em cerca de 8% em fins de 1978, subiu para mais de 10% um ano depois, chegando a atingir a 14% em 1981.

As consequências para as *thrifts* foram de dupla natureza: em primeiro lugar, foi reduzida ainda mais sua capacidade de concorrer com os MMMFs na atração (e mesmo na manutenção) de depósitos de poupança; e, em segundo lugar, elevaram-se os custos de captação através dos instrumentos que não estavam

sujeitos aos limites impostos pela Regulation Q. Assim, apesar da Regulation Q, o custo médio dos depósitos das *thrifts* elevou-se de 7% para 11% entre 1978 e 1982. Nos anos de 1981 e 1982, que corresponderam ao auge da crise das instituições de poupança decorrente da busca elevação dos juros, o custo médio dos depósitos superou pela primeira vez o retorno médio dos financiamentos concedidos. No mesmo período, a captação líquida dos depósitos de poupança foi negativa, com os saques superando os depósitos em US\$ 34 bilhões (Brumbaugh & Carron, 1987).

A resposta das autoridades à crise do sistema de poupança veio através de duas importantes modificações na regulamentação do setor, que atingiam também os bancos comerciais. Ambas as modificações apontavam na direção da liberalização da atuação dessas instituições e do desmantelamento das divisões que prevaleciam entre as *thrifts* e os bancos comerciais(5). Por outro lado, como uma forma de aliviar no curto prazo as crescentes dificuldades financeiras das *thrifts*, foi estabelecido um tipo de incentivo fiscal que acabou por representar uma das principais razões para a expansão do mercado secundário de hipotecas nos anos oitenta.

O início das profundas transformações da legislação que impunha limites à atuação das instituições de poupança se deu a partir da aprovação, pelo Congresso norte-americano, do Depository Institution Deregulation & Monetary Control Act (DIDMCA), em março de 1980. Entre as principais medidas incluídas no DIDMCA estavam: i) eliminação gradual (ao longo de 6 anos) da Regulation Q; ii) ampliação dos poderes das *thrifts* no que tange à diversificação de sua carteira de empréstimos (as *thrifts*

(5) Propostas nesse sentido já vinham sendo avançadas desde os anos cinquenta, inclusive por comissões oficiais (Florida, 1986). O debate acendeu-se mais nos anos setenta, com as comissões Hunt (1971) e FINE (1976). Com exceção dos grandes bancos, todos os demais segmentos envolvidos se opunham às mudanças propostas, inclusive os representantes de consumidores, construtores, *thrifts* e bancos em geral (Hester, 1977). Dessa forma, o Congresso acabava sempre rejeitando as recomendações das comissões, só vindo a aceitar as reformas liberalizantes quando ocorreu a crise no início dos anos oitenta.

ganharam autorização para aplicar até 20% de seus ativos em commercial papers e crédito ao consumidor); e iii) permissões às instituições de depósito (incluindo os bancos e as *thrifts*) de oferecer contas correntes remuneradas (as já acima referidas negotiable order of withdrawal - NOW, que até então só eram autorizadas em alguns estados). Essas três medidas representaram uma quebra considerável dos limites anteriormente existentes entre bancos comerciais e as instituições de poupança, e já apontavam igualmente para uma tendência de concorrência mais aberta entre aqueles dois tipos de instituição na captação de recursos junto aos poupadore e, logo, para uma tendência de elevação das taxas de juros, tanto das operações passivas, como daquelas referentes às operações de empréstimos hipotecários. Entretanto, a maior capacidade de captação de recursos por parte das *thrifts* não necessariamente implicaria em maior disponibilidade de créditos à casa própria, na medida em que a partir de então parte dos recursos poderiam ser desviados para outras finalidades (Business Week 17.11.80).

Ainda como forma de permitir maior flexibilidade de atuação às instituições de poupança, o FHLBB autorizou-as a oferecer empréstimos hipotecários com taxas de juros variáveis (adjustable rate mortgage-ARM). Com isso, as *thrifts* poderiam livremente decidir quanto aos termos de seus empréstimos (até então basicamente a juros fixos), embora a variação permitida dos juros estivesse de fato ligada a um índice sobre o qual elas não tivessem controle (Boleat, 1985) (6)

Em 1982, ainda com o sistema de poupança passando por uma profunda crise, nova legislação foi aprovada pelo Congresso, aprofundando ainda mais a tendência liberalizante do DIDMCA.

(6) Não existe um critério único de reajuste das ARMs. Presentemente, o método de indexação mais utilizado é aquele que reajusta as taxas a cada seis meses, de acordo com a variação da Letra do Tesouro de idêntico prazo. Mas há também contratos em que a indexação é semelhante à anterior, mas com prazos de um e de três anos, vinculada às Letras do Tesouro ou a um índice anunciado pelos FHLBs. Em qualquer desses casos, as oscilações não podem exceder a dois pontos percentuais por ano, ou a cinco pontos ao longo de todo o contrato (Wall Street Journal, 28.08.90).

Esse novo conjunto de medidas, que ficou conhecido como **Garn-StGermain Depository Institutions Act** apresentava, entre suas principais resoluções: i) a autorização para a criação de novos tipos de contas de poupança, cujos termos eram diretamente competitivos com os MMMFs (o alcance dessa medida foi ampliado com a introdução, a partir de janeiro de 1983, das chamadas **super NOW accounts**, que eram de fato contas correntes que rendiam juros variáveis); ii) acelerava a abolição da **Regulation Q**; e iii) expandia a flexibilidade das **thrifts** de conceder empréstimos não habitacionais (as **thrifts** passaram a poder alocar até 90% de seus recursos em investimentos comerciais).

Uma terceira importante medida adotada no período mais agudo da crise do sistema de poupança foi a concessão, em setembro de 1981, de um duplo incentivo fiscal e contábil às **thrifts**, que lhes permitia parcelar a contabilização do prejuízo incorrido com a venda de empréstimos hipotecários pelo número de anos ainda restantes da hipoteca. Como mencionado acima, as **thrifts** vinham sofrendo um estrangulamento progressivo, fruto, por um lado, da fuga de depósitos e, por outro lado, da elevação da taxa de juros dos seus empréstimos (de longo prazo).

Sua posição patrimonial tornava-se, assim, cada vez mais insustentável e muitas delas se viam furçadas a encerrar suas atividades ou a serem incorporadas por outras de maior porte (7). Uma maneira de escapar, ainda que provisoriamente, de tal situação consistiria em passar para outras instituições parte de seus ativos em troca de recursos líquidos. Entretanto, a venda de parte de seus empréstimos e títulos hipotecários, cujo valor contábil era evidentemente menor que seu valor de mercado, em função da elevação dos juros, acabaria por se refletir diretamente em prejuízo contábil, o que levaria muitas dessas instituições a apresentar um patrimônio líquido negativo e, portanto, a serem consideradas falidas. A solução encontrada pelas autoridades foi a de permitir o parcelamento do registro de tais prejuízos nos

(7) No período 1980-2, 192 **thrifts** foram liquidadas ou incorporadas por outras **thrifts** sob a supervisão da FSLIC. O número de instituições consideradas tecnicamente insolventes elevou-se de 48 para 237 (Barth & Bradley, 1989).

balanços das **thrifts**. Além disso, o prejuízo registrado poderia ser descontado dos impostos a pagar ou já pagos nos últimos dez anos (8).

Os efeitos dessa medida logo se fizeram sentir. A venda de hipotecas e de títulos hipotecários elevou-se rapidamente. Em termos líquidos (i.e., a diferença entre vendas e compras), o montante apurado no primeiro semestre de 1982 alcançou US\$ 8,8 bilhões, contra US\$ 380 milhões registrados no mesmo período do ano anterior pelas S&Ls seguradas pela SLIC. Em junho de 1982, as perdas que essas instituições registravam em suas carteiras em consequência daquelas vendas atingiam a US\$ 1,9 bilhões (Fried & Hosler, 1987). Vale ainda lembrar que foi exatamente a partir do início de 1982 que Fannie Mae começou a emitir títulos lastreados em hipotecas (**mortgage-backed securities - MSB**) e que Freddie Mac elevou substancialmente sua participação no mercado secundário de hipotecas.

As S&Ls se desfaziam de suas hipotecas de três maneiras (Fried e Hosler, 1987):

1. vendiam hipotecas para Fannie Mae (com a garantia, por exemplo, de Freddie Mac), que então emitiam Certificados de Participação (**Participation Certificates - PCS**), respaldados por aquelas hipotecas, e que eram subsequentemente vendidos no mercado de capitais;
2. trocavam as hipotecas diretamente por PCs (com a garantia de Freddie Mac), que eram então vendidos; ou
3. simplesmente vendiam as hipotecas diretamente para outras instituições.

Para Lewis (1990), essas medidas representaram um passo decisivo na expansão do mercado secundário e marcaram o início da participação mais efetiva dos bancos de investimento na

(8) Um estudo de Fried & Hosler (1987) tenta mostrar que o efeito dessa medida acabou sendo o oposto do desejado, já que a venda a um só tempo dos títulos hipotecários fez reduzir demasiadamente o valor destes.

intermediação das hipotecas e das MBSs (9). Esses bancos foram aos poucos sofisticando o mercado de MBSs através da criação de títulos com diferentes prazos de maturação e de taxas de juros, como as **Collateralized Mortgages Obligations** (CMOs), que permitiam aos investidores terem maior segurança quanto ao prazo de maturação dos títulos lastreados em hipotecas residenciais (10).

A queda da taxa de juros a partir de 1983, a adoção de ARMs e o crescimento do mercado secundário foram os fatores fundamentais para a retomada dos negócios das **thrifts** e do mercado imobiliário em geral. Isso não significa dizer, contudo, que os problemas do setor estavam resolvidos. Na verdade, em meados dos anos oitenta o sistema de financiamento hipotecário nos Estados Unidos apresentava uma estrutura radicalmente diversa da que prevalecera até o final dos anos setenta. Duas modificações se destacam: a primeira delas diz respeito ao fato de que as atividades das **thrifts**, que antes representavam o caráter especializado do sistema, se assemelhavam às dos bancos comerciais, ainda que a maioria das instituições de poupança operassesem em grande medida junto ao setor imobiliário. A segunda grande modificação diz respeito à crescente vinculação das condições de financiamento hipotecário às condições dos mercados de capitais em geral, em função do rápido desenvolvimento do mercado secundário de hipotecas. Essas duas modificações, mais a manutenção (e até mesmo ampliação) do seguro total de depósitos estão na origem da presente crise do sistema de poupança norte-americana.

(9) Lewis (1990) descreve com detalhes a participação do setor de hipotecas do Salomon Brothers (um dos maiores bancos de investimento dos Estados Unidos) na criação de muitas das inovações que surgiram no mercado secundário de hipotecas nessa época. Aquele setor - que durante algum tempo detinha praticamente o monopólio dessas transações com as **thrifts** - teria sido o setor mais lucrativo de toda a Wall Street em meados dos anos oitenta.

(10) Nos Estados Unidos um mutuário procura antecipar a quitação das hipotecas sempre que a taxa de juros cai, bastando para isso adquirir um novo contrato. Embora o prazo médio dos contratos de financiamento seja de trinta anos, o prazo médio de duração das hipotecas não ultrapassa dez anos (Meyer, 1982).

A fórmula encontrada para resolver a crise de liquidez das **thrifts** do início dos anos oitenta, como mencionamos anteriormente, foi baseada na desregulação e liberalização de suas atividades. Assim, tornou-se possível para as **thrifts** competir com outras instituições financeiras na captação de recursos dos investidores (individuais e institucionais) e, ao mesmo tempo, assumir maiores riscos no financiamento de atividades não ligadas ao setor habitacional. Para muitas instituições de poupança, a saída mais rápida para a difícil situação em que ainda se encontravam logo após o término do período recessivo 1981-2 seria promover seu crescimento a qualquer custo, na esperança de que as novas condições de funcionamento - reconhecidamente muito superiores às anteriores - poderiam de alguma maneira compensá-las da pesada herança que ainda carregavam em decorrência de operações realizadas nas décadas de sessenta e setenta (11).

Esse rápido crescimento foi permitido principalmente em função da existência de seguro para os depósitos até o valor de US\$ 100.000, cujo fundo, no caso das **thrifts**, era administrado pela FSLIC. Para as **thrifts**, que haviam adotado uma estratégia de crescimento - e mesmo descontado os inúmeros casos de fraude -, (12) tudo que deveriam fazer seria oferecer juros acima do mercado, de tal maneira a atrair um maior número de depositantes, sem que inclusive estes precisassem se preocupar com a situação financeira da instituição, dado que os depósitos estavam de qualquer forma segurados até o montante de cem mil dólares. Esse tipo de atitude era usual principalmente nas regiões em que a demanda por empréstimos hipotecários, em geral ligados a atividades não habitacionais, era bastante forte. Os recursos nem sempre

(11) Essa estratégia de expansão a qualquer custo teve o fundamental apoio do seguro de depósitos até US\$ 100 mil. Entre 1982 e 1988, apesar de suas crescentes dificuldades, as **thrifts** conseguiram elevar seus ativos totais de US\$ 70 bilhões para US\$ 1.350 bilhões.

(12) São inúmeros os casos de ação fraudulenta de dirigentes de S&Ls, com muitos deles sendo atualmente processados e presos. Contudo, a participação deses casos no total do custo de reestruturação, das instituições falidas não deve chegar a 10% (Business Week, 25.5.90, pg. 63).

eram captados no mesmo estado, uma vez que muitas das barreiras às operações financeiras inter-estaduais já haviam caído.

Pelo lado das aplicações, as instituições necessitavam encontrar setores capazes de oferecer um retorno superior às já elevadas taxas oferecidas aos depositantes. Inaugurou-se assim uma era em que muitas *thrifts* passaram a trabalhar com um grau cada vez maior de risco. O grande problema das instituições de poupança, que anteriormente era o de enfrentar uma regulação que as impedia de concorrer por depósitos, passou a ser o de uma desregulação que as permitia correr riscos excessivos, atuando em setores como edificação para fins comerciais, *junk bonds*, etc. A partir de meados da década de oitenta, quando algumas das atividades de alto risco contempladas com financiamento das *thrifts* entraram em colapso (particularmente no setor de construção de unidades comerciais), aumentou substancialmente o número de instituições insolventes. (13)

Desde então, a preocupação maior das entidades encarregadas de supervisionar o setor de poupança passou a ser exatamente a de regulamentar essas atividades de risco. Mas, quanto mais sua situação se agravava, mais as *thrifts* em dificuldades se viam tentadas a manter o mesmo padrão de comportamento. Inúmeros analistas começaram então a apontar para a urgência de se tomar uma medida que viesse a estancar o que já se pronunciava como uma imensa sangria dos recursos da FSLIC, na medida em que crescia vertiginosamente o número de instituições insolventes e quase insolventes.

Uma parte da discussão se prendia às formas de se medir a solvabilidade de uma instituição. Para alguns autores, seria necessário levar-se em consideração o valor de mercado dos ativos, e não seu valor histórico, como constava dos balanços. Se tal procedimento fosse adotado, o número de instituições com patrimônio líquido negativo seria muito superior àquele

(13) Apenas nos anos 1987 e 1988 foram liquidadas 43 instituições e 109 foram absorvidas por outras com a assistência da FSLIC, a um custo aproximado de US\$ 35 bilhões. Naquele período, o número de instituições consideradas insolventes oscilou em torno de 500 (Barth & Bradley, 1989).

apresentado pelas autoridades. Assim, quanto mais fosse adiada a adoção de medidas saneadoras, maior seria o custo para a FSLIC e, caso esta não fosse capaz de cobrir o seguro (como já se esperava), maior seria o custo para o Tesouro, isto é, para os contribuintes. Isto porque mesmo estando na realidade insolvente e com boa parte de seu ativo se deteriorando, muitas *thrifts* continuavam a tomar dinheiro emprestado (com a garantia da FSLIC) e a fazer novos empréstimos de risco (14).

6 - O "PLANO BUSH" E A SITUAÇÃO ATUAL

Após uma longa discussão com o Congresso sobre a forma de contabilizar os custos de reestruturar as instituições de poupança que se encontravam em séries dificuldades, o governo Bush adotou, em agosto de 1989, um conjunto de medidas que ficou conhecido como "Plano Bush" (oficialmente, *Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act* (FIRREA), cujo principal objetivo era o de resolver de uma só vez os problemas relativos ao custo, para o Governo Federal, de cobrir o seguro de depósito administrado pela FSLIC. O custo do fechamento e reestruturação das cerca de 750 *thrifts* então consideradas insolventes foi

(14) Várias pequenas estórias desse tipo de comportamento têm sido publicadas na imprensa norte-americana. Uma delas conta que um incorporador no Texas - o estado mais afetado pela crise - adquiriu uma S&L em 1982 e, em menos de seis anos, havia multiplicado seu ativo em cerca de 60 vezes. Seu proprietário captava recursos nacionalmente com extrema facilidade através da colocação de certificados de depósito no valor de até US\$ 100 mil - para se aproveitar da cobertura do seguro - oferecendo juros mais elevados do que os praticados no mercado. Concedia então empréstimos da maneira a mais liberal possível, em sua maioria para atividades ligadas à construção de imóveis para fins comerciais. Menos de 4% foram dirigidos a hipotecas residenciais. Quando falhou, em consequência da crise do mercado imobiliário que se seguiu ao fim do "boom" do petróleo naquele estado, aquela S&L apresentava um patrimônio líquido negativo superior a US\$ 1 bilhão (*Wall Street Journal*, 27.4.89). No início de 1989 o custo para as *thrifts* do diferencial de juros que pagavam acima do mercado para financiar sua política de crescimento era estimado em US\$ 1,5 bilhão ao ano (*Wall Street Journal*, 05.5.89).

estimado pelo governo em US\$ 50 bilhões, que seriam tomados emprestado junto aos mercados de capitais, acrescidos de cerca de US\$ 100 bilhões de juros ao longo de dez anos. Assim, na tentativa de, por um lado, tornar bem sucedido o programa de reestruturação do setor de poupança e, por outro lado, impedir que nova crise viesse a ocorrer no futuro, o FIRREA incluía uma série de medidas que trouxeram profundas transformações na estrutura institucional dos órgãos administrativos vinculados ao setor, assim como na forma de atuar das *thrifts*.

Do lado institucional, uma importante medida foi a extinção do FSLIC e a criação de um novo fundo (o *Saving Associations Insurance Fund - SAIF*), passando este a ser administrado juntamente com o FDIC. Como forma de impedir que o FDIC venha a enfrentar os mesmos problemas do ex-FSLIC, os prêmios do seguro pagos tanto pelos bancos comerciais quanto pelas instituições de poupança foi elevado, assim como foram adotados padrões mais rigorosos de capitalização das *thrifts*, os quais passarão a ser eventualmente idênticos aos estabelecidos para os bancos. Além disso, a nova legislação em vigor determina que as instituições de poupança devam manter pelo menos 70% de seus ativos sob a forma de empréstimos hipotecários, considerados de pouco risco. Outra medida nessa direção foi a de determinar que as *thrifts* devem se desfazer de sua carteira de junk bonds dentro de certo prazo. Todas essas medidas representam uma reviravolta em relação à tendência liberalizante da legislação adotada no início da década de oitenta.

Também como parte das mudanças institucionais, vale citar que a supervisão dos FHLBs passou a ser realizada por uma nova agência reguladora - Federal Housing Finance Board - vinculada ao Departamento do Tesouro (com a extinção, portanto, do FHLBB); além disso, foi criada a Resolution Trust Corporation (RTC), subordinada à FDIC, cuja função é a de liquidar as instituições que estiverem sob o controle da FDIC, vendendo seus ativos para outras *thrifts* ou bancos comerciais e - com sorte, mas certamente com desconto - seus ativos para instituições

financeiras ou mesmo não financeiras (15). A supervisão de todo o setor de poupança está agora a cargo do *Office of Thrift Regulation*, de cuja direção fazem parte, entre outros órgãos governamentais, a Secretaria do Tesouro e o Federal Reserve.

No momento, a crise do sistema de poupança tornou-se uma das questões políticas mais importantes nos Estados Unidos, tendo sido agravada pela atuação de um dos filhos do Presidente Bush no conselho de administração de uma instituição de poupança de grande porte que faliu no ano passado. Em maio de 1990 - portanto, poucos meses após a decretação do FIRREA - o governo norte-americano já admitia que o custo da reestruturação das *thrifts* insolventes seria na verdade de US\$ 325 bilhões, isto é, praticamente o dobro do anteriormente previsto. Apenas para atender às necessidades imediatas para cobrir o "rombo", o governo se endividaria em mais US\$ 100 bilhões ainda em 1990.

Na prática, o perfeito dimensionamento daquele custo torna-se impossível, sendo que o próprio governo admite que pode chegar a US\$ 500 bilhões, dependendo das circunstâncias (16). O

(15) O valor contabilizado total desses ativos estava estimado, em maio de 1990, em US\$ 170 bilhões. Desse total, cerca de US\$ 54 bilhões eram constituídos de hipotecas residenciais e US\$ 26 bilhões de títulos hipotecários, que são considerados os ativos mais facilmente negociáveis. A parte mais difícil de vender era representada por cerca de US\$ 23 bilhões de hipotecas comerciais, e de US\$ 16 bilhões em imóveis, sendo que, para piorar o quadro, deve-se registrar que uma parte considerável desses imóveis estão localizados no Texas. Dificuldade semelhante deve ser encontrada para a venda de cerca de US\$ 10 bilhões de créditos ao consumidor e US\$ 4 bilhões em empréstimos comerciais. Havia ainda, entre outros ativos, US\$ 3,7 bilhões em junk bonds, cujo mercado encontra-se atualmente em crise (*Euromoney*, julho de 1990, pgs. 37-41). Esses números ajudam também a mostrar o grau de diversificação das atividades das *thrifts*.

(16) Embora não seja possível prever com exatidão como se desdobrará a crise do sistema de poupança, dois fatores macroeconômicos poderão deteriorar ainda mais a já delicada situação das *thrifts*: uma recessão, porque poderia aprofundar a crise do mercado imobiliário e, com isso, reduzir o valor dos imóveis que servem de garantia para as hipotecas e os títulos hipotecários; e uma elevação da taxa da inflação, que poderia acarretar um aumento das taxas de juros (pelo menos as de longo prazo), com o que cairia o valor dos títulos em seu poder e aumentaria o custo de suas operações passivas.

problema é que muitas **thrifts** que atualmente são ainda consideradas tecnicamente solventes - e que, portanto, não se encontram sob a administração do FDIC - continuam a tentar melhorar a sua situação financeira através da expansão de suas atividades, como as atuais instituições em dificuldades fizeram ao longo dos anos setenta e oitenta. Além disso, agrava-se a crise do setor imobiliário, principalmente o vinculado a imóveis comerciais, o que dificulta a venda de imóveis pela RTC. A própria pressão exercida pela RTC para se desfazer dos imóveis das **thrifts** sob sua administração tem sido apontada como um fator adicional que explica a queda no preço dos imóveis em geral (17). Ainda que em menor escala, o problema se complica com a necessidade das **thrifts** de eliminar os **junk bonds** de seu portfolio.

Por outro lado, é importante frisar que o sistema de crédito imobiliário apresenta-se hoje radicalmente diverso *daquele que prevaleceu até o final dos anos setenta*. Pelo sistema anterior, a mesma instituição financeira que originava a hipoteca *tendia a mantê-la em sua carteira*. Atualmente, entretanto, praticamente todas as hipotecas originadas são repassadas para outras instituições, geralmente sob a forma de um título lastreado nessas hipotecas. Entre os maiores originadores encontram-se as próprias **thrifts**, os bancos comerciais, os bancos hipotecários e, mais recentemente, algumas companhias de seguro.

(17) A atual crise do setor imobiliário, por sua vez, tem sido creditada por muitos analistas como oriunda de um período de superprodução de imóveis a partir de meados da década passada, financiada não apenas por instituições de poupança, mas também por bancos comerciais. De fato, tanto os bancos de menor porte quanto os de maior porte elevaram substancialmente seus empréstimos ao setor imobiliário: no final de 1989, esses empréstimos (inclusive habitacionais) representavam 22,2% do ativo daquelas instituições, contra 15,7% em 1985. A forte queda verificada no lucro dos bancos em 1989 e no primeiro semestre de 1990 pode ser atribuída, juntamente com os problemas relativos a financiamentos de fusões e aquisições de empresas, às perdas junto ao setor de construções para fins comerciais. Um grande número de bancos de pequeno e médio porte vem sendo encampado pelo FDIC, existindo inclusive atualmente uma crescente preocupação por parte das autoridades bancárias de que o FDIC venha no futuro próximo a passar pelas mesmas dificuldades por que passou o FSLIC em meados dos anos oitenta (Wall Street Journal, 13.9.90).

Entre os principais carregadores de hipotecas e títulos hipotecários encontram-se, além das instituições originadoras - com exceção dos bancos hipotecários -, os fundos de pensão e o FNMA.

Esse processo de "securitização" acima descrito introduziu um novo e importante tipo de instituição financeira no sistema de financiamento habitacional dos Estados Unidos, que são os bancos de investimentos. Sua função é a de subscrever a emissão de MBSs e de CMOs, e a ajudar na sustentação de um mercado para esses títulos (18). Igualmente decisivo para a expansão do mercado de hipotecas tem sido o papel desempenhado pelas agências seguradoras que dão garantia aos títulos hipotecários, em especial as agências governamentais (19).

Finalmente valeria ainda mencionar o fato de que, desde meados dos anos oitenta, verifica-se uma crescente tendência de se colocar MBSs junto a investidores europeus e japoneses, aproveitando-se da crescente internacionalização dos mercados financeiros (20). Calcula-se que cerca de 10-15% dos títulos hipotecários emitidos pela FNMA e pela FHLMC estão sendo adquiridos por investidores japoneses (Euromoney, Abril de 1990,

(18) Isso apesar da queda da lucratividade dos bancos de investimento em suas operações no setor de hipotecas, na medida em que a concorrência é bem maior do que a de meados dos anos oitenta, e também pelo fato de que as MBSs e as CMOs cada vez mais se assemelham aos outros títulos transacionados nos mercados de capitais (Wall Street Journal, 26.4.89).

(19) Entre 1984 e 1989, o saldo dos empréstimos habitacionais nos Estados Unidos (inclusive de imóveis multifamiliares) elevou-se de US\$ 1,5 trilhão para US\$ 2,7 trilhões. Nesse mesmo período, a participação dos títulos garantidos por aquelas agências passou de 19,1% para 34,6%. Somese a isso o fato de que a FNMA detinha em sua carteira, ao final de 1989, cerca de US\$ 110 bilhões de hipotecas iniciadas por instituições financeiras.

(20) Deventer (1989) sugere que essa internacionalização do mercado de hipotecas possa vir a ser acelerada em função de medidas regulatórias para o capital mínimo dos bancos e outras instituições financeiras. Essas medidas, contidas em parte no Acordo de Basile, estabelecem que títulos hipotecários garantidos por agências governamentais ou quase-governamentais serão considerados de risco muito baixo. Dada a alta remuneração desses títulos e sua grande liquidez, muitas instituições financeiras poderão optar pela sua aquisição como forma de melhor se adequarem às novas exigências de capitalização.

pg. 14). Se essa tendência vier a se confirmar, as condições de financiamento habitacional nos Estados Unidos passará a depender - pelo menos em parte - não só das oscilações do mercado financeiro doméstico como também do mercado de Eurobonds. Nesse caso, cresceria ainda mais de importância a participação dos bancos de investimento e das agências governamentais dentro do SFH norte-americano, por terem um acesso mais direto aos mercados internacionais de capitais.

7 - CONSIDERAÇÕES FINAIS

A crise das instituições de poupança nos EUA, iniciada nos anos setenta, foi causada basicamente pelo conflito existente entre captar recursos de curto prazo e conceder empréstimos de longo prazo, a um tempo em que as condições macroeconômicas mostravam-se cada vez mais instáveis. Com a elevação das taxas de inflação e de juros no final daquela década, a situação das S&Ls tornou-se insustentável. A liberalização trazida pelas mudanças na legislação ocorridas em 1980 e 1982 permitiu às *thrifts* expandir e diversificar suas atividades sob a proteção do seguro de depósito, mas sem a necessária supervisão dos órgãos reguladores (21). Ao contrário do que previam seus inspiradores, aquelas mudanças acabaram por agravar a crise, que perdura até os dias de hoje.

A experiência norte-americana parece indicar que a tentativa de se proteger as instituições de crédito habitacional e os mutuários - através de esquemas como a Regulation Q, incentivos fiscais, etc. - não consegue se sustentar por muito tempo, principalmente quando as condições macroeconômicas tornam-se adversas. No Brasil, o Sistema Financeiro da Habitação foi igualmente montado com diversos tipos de proteção e fortemente regulado. Os subsídios aos mutuários, no início limitados aos mutuários de baixa renda através dos esquemas de subsídio

(21) A participação de hipotecas residenciais no total dos ativos das *thrifts* caiu de 79,7% em 1980 para 52,8% em 1988, sendo que a de MBS elevou-se de 4,4% para 15,8%. Por outro lado, entre 1978 e 1988 a participação das *thrifts* no total do saldo de empréstimos habitacionais passou de 54,8% para 31,3%, respectivamente.

cruzado no ex-Banco Nacional da Habitação, acabaram se generalizando para todos os mutuários a partir de meados dos anos oitenta. Assim como aconteceu nos Estados Unidos, as diversas tentativas de se proteger o sistema em seu conjunto levaram à socialização dos prejuízos e à privatização dos benefícios, uma vez que o Tesouro Nacional está sendo chamado para cobrir o chamado "rombo" de seu sistema financeiro de habitação (22). Nesse sentido, pode-se dizer que, se o governo pretende subsidiar o setor habitacional, o ideal seria fazê-lo através da alocação explícita de recursos via orçamento federal - e também estadual e municipal -, o que traz a vantagem de tornar mais transparente a destinação dos subsídios.

Por outro lado, os principais mecanismos de captação de recursos do sistema - depósitos de poupança e o FGTS - pareciam protegidos e relativamente estáveis. Desde o início da década passada, entretanto, as fortes oscilações da taxa de inflação e do nível da atividade econômica, somadas às súbitas modificações nas regras do jogo - isto é, nos índices de correção monetária, nas formas de cálculo das prestações, etc. - acabaram eventualmente por inviabilizar a continuação da expansão do sistema, que encontra-se virtualmente paralisado desde meados dos anos oitenta. Isso parece indicar que um sistema de financiamento habitacional tradicional, onde os originadores dos empréstimos captam recursos de curto prazo e carregam os títulos hipotecários por eles originados em seu portfolio, possui um grau de fragilidade financeira muito elevado. Seu equilíbrio, já naturalmente frágil, só pode se manter no longo prazo se as instituições financeiras que dele participam tiverem liberdade suficiente para se ajustar às diversas mudanças que venham a ocorrer nas condições do mercado financeiro, principalmente no que tange às taxas de juros, tanto de captação como de empréstimo. Todavia, vale lembrar que mesmo um sistema flexível

(22) E, o que é pior, esses subsídios beneficiam mais fortemente os mutuários de maior poder aquisitivo. No Brasil, a percentagem da redução do valor das prestações foi a mesma para todos, ganhando mais, portanto, os mutuários mais endividados. No caso norte-americano o subsídio é concedido via desconto integral do imposto de renda dos juros pagos. Mais uma vez, beneficiam-se mais os mutuários que podem assumir dívidas mais elevadas.

está sujeito a crises: como mostrou o exemplo das S&Ls nos Estados Unidos, a ausência de uma supervisão adequada de suas atividades pode levar a que as entidades componentes do sistema assumam riscos excessivos. Isso pode ser agravado pela percepção, real ou meramente assumida pelos investidores, de que tanto os depósitos quanto os títulos originados de hipotecas estejam totalmente garantidos pelo governo (23).

Vale mencionar ainda a questão do mercado secundário de hipotecas. Como vimos acima, este mercado, nos Estados Unidos, beneficiou-se muito dos incentivos estabelecidos às thrifts no início dos anos oitenta, mas também é verdade que já vinha se desenvolvendo fortemente ao longo da década de setenta. As condições para sua expansão naquele país estão dadas tanto pela garantia integral das agências governamentais aos MBSs como pela existência de uma massa considerável de recursos financeiros em busca de oportunidades de remuneração. Evidentemente a garantia de fato oferecida pelo governo aos MBSs não retira desses títulos um componente de risco vinculado às possíveis oscilações em seu preço, mas neste aspecto os MBSs não diferem dos outros títulos transacionados nos mercados de capitais.

No Brasil, na medida em que o mercado financeiro de um modo geral ganhasse maior dinamismo e estivesse menos sujeito a bruscas mudanças na legislação, haveria possivelmente espaço para a expansão de um mercado secundário de hipotecas. Mas este só poderia atuar com hipotecas ligadas à chamada faixa livre do mercado e desde que houvesse confiança de que as regras estabelecidas nos contratos seriam obedecidas. Isto é, seria impraticável vincular o mercado secundário de hipotecas às condições hoje existentes para a chamada habitação popular ou mesmo para as faixas médias do mercado. Sem essas condições, só restaria impor à força os títulos lastreados por hipotecas

(23) A experiência norte-americana com o seguro de depósito parece indicar que (1) o seguro não deve ser total e (2) os prêmios pagos por cada instituição devem ser proporcionais aos riscos assumidos em suas operações ativas e passivas, embora se reconheça que tal procedimento exigiria o estabelecimento de regras bastante complexas e um elevado grau de supervisão.

residenciais aos investidores institucionais, como tenta-se fazer atualmente.

Por fim, valeria destacar o fato de que nos Estados Unidos o financiamento habitacional torna-se progressivamente mais vinculado aos mercados financeiros e, com isso, sujeito, como seus demais componentes, a sofrer os impactos das idas e vindas da política monetária. Esse processo em parte reflete a crescente participação do mercado secundário de hipotecas no total das hipotecas originadas, mas também está ligado à redução da interferência do Estado na regulação das atividades das instituições financeiras que operam com financiamento imobiliário. Essa redução, todavia, não deve ser confundida com ausência de apoio ao setor habitacional em seu conjunto, que continua ser oferecido tanto pela manutenção de incentivos fiscais aos mutuários e às thrifts, como pela forte participação das agências governamentais (ou tidas como tais pelo mercado) na aquisição e garantia de títulos hipotecários. Ainda que a forma de atuar dessas agências encontre-se presentemente em fase de revisão (24), a função que vêm desempenhando deverá continuar a ser fundamental, na medida em que elas se constituem no grande suporte do mercado secundário de hipotecas e que este assume um papel cada vez mais relevante no financiamento habitacional.

(24) É o caso particular da FNMA e FHLMC, que para muitos possuem um nível muito baixo de capitalização. Fannie Mae, que, no final de 1989, garantia títulos no valor de US\$ 226 bilhões e possuía US\$ 110 bilhões em carteira, tinha apenas US\$ 3 bilhões de capital. A FHLMC, por sua vez, tinha capital de US\$ 2 bilhões garantindo US\$ 294 bilhões em títulos. Por outro lado, os títulos emitidos por essas agências como forma de captar recursos são considerados de total segurança pelo mercado, graças à garantia implícita dada pelo governo. Críticos da atuação das agências acreditam que os juros que pagam para os investidores seriam superiores sem essa garantia (Mayer, 1990). Entre as propostas de mudança sendo analisadas pelas autoridades, incluem-se: (1) que o valor daquela garantia federal seja explicitada no orçamento, com o que possivelmente haveria pressão para reduzi-las; e (2) que as agências passem a ser supervisionadas pelo FDIC ou o FED, e não pelo Departamento de Habitação e Urbanismo, como ocorre atualmente.

BIBLIOGRAFIA CITADA

BALL, M. (1989) - Under One Roof, mimeo.

BATH, J.R. & BRADLEY, M.G. (1989) - "The ailing S&Ls: causes and cures", Challenge, March/April, pp. 30-38.

BOLEAT, M. (1985) - National Housing Finance Systems. A Comparative Study, Croom Helm, London.

BORN, K. E. (1983) - International Banking in the 19th and 20th Centuries, Berg Publishers, Warwickshire.

BRUMBAUGH, R. & CARRON, A. (1987) - "Thrift industry crisis: causes and solutions", Brookings Papers in Economic Activity, pp. 349-88.

CHANDLER, L. V. & JAFFEE, D.M. (1977) - "Regulating the regulators: a review of the FINE regulatory reforme", Journal of Money, Credit and Bankink, Vol. IX, n.4, pp. 605-18.

DEVENTER, J. Van (1989) - "Opportunities and trends in international capital markets housing finance" in Housing Finance-An International Perspective, Proceedings of International Housing conference, London, 21-22 November 1988, International Union of Housing Finance Institutions.

FLORIDA, R.L. (1989) - "The political economy of financial deregulation and reorganization of housing finance in the United States", International Journal of Urban and Regional Research, vol. 10, n. 2, pp. 207-31.

FRIED, D. & HOSLER, C. (1987) - "S&Ls, reporting changes, and impact on the GNMA market", Journal of Accounting, Autiting & Finance, vol. 2, n. 1 (new series), pp. 55-23.

GUTTENTAG, J. (1961). "The short cycle in residential construction, 1946-59", American Economic Review, vol.LI, n.3.

KANE, E.J. (1989) - "The Bush Plan is no cure for the S&L insurance malady", Challenge, November/December, pp. 39.43.

KAREKEN, J.H. (1989) - "Federal bank regulatory policy: a description and some observations", Journal of Business, vol. 59, n.1, pp. 3-48.

LEWIS, M. (1990) - Liars Poker - Rising Through the Wreckage on Wall Street, Penguin Books, New York.

LITAN, R. (1987) - What Should Banks Do?, Brookings Institution, Washington.

LUDTKE, J.B. (1961) - The American Financial System s Market and Institutions, Allyn and Bacon, Boston.

MAYER, M. (1990) - "First S&Ls, now Fannie Mae and Freddie Mac", Wall Street Journal, 04.9.90, p. A14.

MEYER, P.A. (1982) - Monetary Economics and Financial Markets, Richard d. Irwin, N.Y.

STONE, M.E. (1986) - "Housing and the dinamics of the U.S. capitalism", in BRATT, R. et al (ed.) Critical Perspectives on Housing, Temple Univ. Press. Philadelphia.

PUBLICAÇÕES DO IEI 1991

TEXTOS PARA DISCUSSÃO

	Nº de páginas
260. LIFSCHITZ, Javier e PROCHNIK, Victor. <u>Observações sobre o conceito de complexo agroindustrial</u> . IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1991 (Discussão, 260)	18
261. FIORI, José Luis. <u>Poder e Credibilidade: o Paradoxo Político da Reforma Liberal</u> . IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1991 (Discussão, 261)	14
262. FIORI, José Luis. <u>"Democracias e Reformas: equívocos, obstáculos e disjuntivas"</u> . IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1991 (Discussão, 262)	24
263. OLIVEIRA, Isabel de Assis Ribeiro de. <u>"Do Pacto Social ao Entendimento Nacional em Passe Bem Brasileiro</u> . IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1991 (Discussão, 263)	12
264. CORREA, Paulo Guilherme e KUPFER, David. <u>"Padrão Industrial brasileira de máquinas-ferramenta: o caso da UFRJ</u> , Rio de Janeiro, 1991 (Discussão, 264)	26
265. KUPFER, David Sérgio. <u>"Padrões de Concorrência e Competitividade"</u> . IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1991 (Discussão, 265)	32
266. TOLIPAN, Ricardo. <u>"Considerações sobre a História da Análise Econômica"</u> . IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1991 (Discussão, 266)	30
267. PROCHNIK, Victor. <u>"Flexibilidade Espúria: Modernização Técnica com Desigualdade Social na Indústria Brasileira de Calçados"</u> . IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1991 (Discussão, 267)	38
268. SABÓIA, João. <u>"Distribuição de Renda e Pobreza Metropolitana no Brasil"</u> . IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1991 (Discussão, 268)	42
269. LIMA, Fernando Carlos Greenhalgh de Cerqueira. <u>"Sistema de Financiamento Habitacional nos Estados Unidos: Expansão, Crise e Nova Estrutura"</u> . IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1991 (Discussão, 269)	31

ESTUARDO TENCÃO
DEVE SER CONSULTADO NA BIBLIOTECA

S
UFRJ/IEI
TD269

U40004-1
FEA

LIMA, FERNANDO CARLOS GREENHALGH
DE CERQUEIRA.

SISTEMA DE FINANCIAMENTO HABITACIONAL NOS ESTADOS UNIDOS : EXPANSÃO, CRISE E NOVA ESTRUTURA.