

de M225

Empresas e instituições - Bilant



1290000846



IE

TCC/UNICAMP G947c

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE ECONOMIA
CE - 855 MONOGRAFIA II



RELATÓRIO FINAL DE MONOGRAFIA II

A CRISE DAS "SAVINGS AND LOAN ASSOCIATIONS"
DOS ESTADOS UNIDOS NOS ANOS OITENTA

ALUNO: RENATO GUIMARÃES NETO RA: 850882

ORIENTADOR: JOSÉ PEDRO MACARINI

TCC/UNICAMP
G947c
IE/846

CAMPINAS, JUNHO DE 1993

CEDOC/IE

*A CRISE DAS "SAVINGS AND LOAN ASSOCIATIONS"
DOS ESTADOS UNIDOS NOS ANOS OITENTA*

ABSTRACT

As "*Savings and Loan Associations*" (S&Ls), são associações de poupança e empréstimo, que se caracterizaram dentro do sistema financeiro americano, como organizações privadas de fundo mútuo, com caráter eminentemente local. Em um sistema de atividade bancária bastante segmentado, exerceram o papel histórico de fonte primária de crédito a longo prazo, para a construção e compra de residências. As S&Ls tornaram disponível o financiamento de casas via hipoteca, o que possibilitou a milhões de americanos a construção e compra de suas residências, ajudando a transformar os Estados Unidos numa nação de cidadãos com casa própria.

Hoje, porém, as S&Ls são hostilizadas pela opinião pública americana, após a constatação de desfalques que podem chegar a US\$ 500 bilhões, a ser cobertos pelo contribuinte no decorrer das próximas décadas.

Este trabalho procura descrever as mudanças estruturais ocorridas no setor e analisar a crise daí advinda, à luz da tendência à instabilidade existente no capitalismo avançado.

Os escritos de Hyman P. Minsky servem de alicerce à tal análise. Para ele, o capitalismo é instável devido à forma pela qual a atividade econômica se financia. O sistema financeiro é naturalmente instável e tende a se fragilizar à medida que a economia se desenvolve.

A monografia se propõe à desvendar as conexões entre a crise das S&Ls e o plano teórico de Minsky.

ÍNDICE

INTRODUÇÃO	01
CAPÍTULO I	
ORIGEM E EVOLUÇÃO DAS <i>S&Ls</i>	
1.1 Os Primeiros Tempos	09
1.2 A Prosperidade Após o <i>Crash</i> de 1929	14
CAPÍTULO II	
A CRISE NA DÉCADA DE 1980	
2.1 A Economia Americana na Era Reagan	33
2.2 A Desregulamentação e o Desempenho das <i>S&Ls</i>	43
2.3 Desastre e Escândalos entre as <i>S&Ls</i>	53
CAPÍTULO III	
O MARCO TEÓRICO DE HYMAN MINSKY	
3.1 A Dinâmica de uma Economia Capitalista	63
3.2 A Fragilidade Financeira no Capitalismo	66
3.3 As Endogeneidades do Sistema	76
3.4 Rumo à Crise Financeira	83
CAPÍTULO IV	
TEORIA E REALIDADE	
4.1 O caso das <i>S&Ls</i> e a Fragilidade Financeira	87
4.2 Porque a Crise Tem Sido Evitada	93
CONCLUSÃO	103
BIBLIOGRAFIA	107

INTRODUÇÃO

Já vai longe o tempo em que o mundo reagia com certa cumplicidade à visão otimista da realidade, que o cineasta ítalo-americano Frank Capra, com eficiência e fascínio, apresentava nos seus filmes, marcando época na velha Hollywood.

Dentre a sua obra, a que melhor destaca a sua percepção acalentadora da condição humana, talvez seja "*It's a Wonderful Life*", filme de 1946, que no Brasil recebeu o título "A Felicidade Não Se Compra". Trata-se de uma estória fantasiosa na qual James Stewart representava um benevolente e respeitado dono de instituição de poupança e empréstimo, numa pequena cidade do meio-oeste americano. Após passar por diversas situações críticas impostas pelo destino, o personagem de Stewart redescobre seu valor e auto-estima com o auxílio providencial de seu anjo-da-guarda, enviado graças às preces dos membros de sua comunidade.

Os envolvidos com as associações de poupança e empréstimo americanas (S&Ls), hoje em dia, são ao menos aos olhos do cinema, pessoas bastante diferentes. Mais pragmático, o ator Tim Robbins dirigiu e produziu em 1992, o filme "*Bob Roberts*", que narra, em tom de documentário, a trajetória de um

jovem e carismático cantor popular reacionário, durante sua campanha ao Senado americano pelo Estado da Pennsylvania.

Tanto o vil Bob Roberts (Tim Robbins), quanto seu inescrupuloso tesoureiro de campanha, Lucas Hart III (Alan Rickman), fizeram parte da diretoria da falida e fictícia *West Pennsylvania Savings and Loan*. No filme, eles são acusados de terem desviado recursos, originalmente destinados a empréstimos residenciais, para o envio ilegal de armas a guerrilhas de direita na América Central, sendo o pagamento das armas efetuado na forma de drogas contrabandeadas de volta aos Estados Unidos.

Na realidade, um leitor ocasional das publicações especializadas em assuntos econômicos (ou não) da grande imprensa da América, principalmente nos últimos cinco anos, poderá se perguntar o que aconteceu aos homens que se responsabilizavam por aquelas associações americanas de poupança e empréstimo, as *Savings and Loan Associations (S&Ls)*.

Seria possível pensar que o comando das S&Ls tivesse sido invadido por executivos e capitalistas perversos, que favorecidos por administradores e representantes do poder público, despreparados e corruptos, tivessem conseguido levar uma das instituições de imagem mais sólida junto ao povo americano, a compor um rombo, equivalente ao orçamento de todos os programas governamentais para a educação por quatro anos ?

Certamente houve muitos abusos e atos de corrupção, no entanto o mais provável é que a questão colocada dessa forma não enfoque, de modo eficaz, a crise das *Savings and Loan Associations* na década passada.

O presente trabalho se propõe a estudar, descrevendo e analisando, as mudanças estruturais ocorridas nesse setor específico do sistema bancário americano, que se caracteriza por sua compartimentalização. Igualmente buscamos trazer à luz, a tendência à instabilidade existente no capitalismo avançado, tendência essa, salientada nos escritos do autor pós-keynesiano Hyman P. Minsky.

O relatório se divide em quatro partes principais. Na primeira procuraremos inserir as *S&Ls* no seu contexto sócio-histórico, enfocando o seu surgimento e suas possibilidades de desenvolvimento, especialmente na condição de instrumento de crédito imobiliário.

Em segundo lugar, trataremos do desempenho da economia americana, destacando o das *S&Ls*, durante os anos oitenta.

Em seguida, na terceira etapa, tentaremos reconstruir o plano teórico de Minsky e por fim, na etapa conclusiva, faremos a tentativa de interrelacionar a crise das *S&Ls* com os marcos teóricos da proposta *minskyana*.

Inicialmente, ao analisar o surgimento das S&Ls, vemos que dentro do sistema financeiro americano, onde a atividade bancária é bastante segmentada, as S&Ls se caracterizaram, ao longo dos anos, como organizações privadas de fundo mútuo, atuando essencialmente no âmbito local, exercendo o papel histórico de fonte primária de crédito a longo prazo, para a construção e compra de residências. Verificamos também que esse sistema não teria sobrevivido aos percalços dos anos trinta se o governo não intervisse para assegurar os depósitos nas S&Ls. A disponibilidade de financiamento, via hipoteca de casa, possibilitou a milhões de americanos a construção e a compra de suas casas, transformando os Estados Unidos numa nação de cidadãos com casa própria.

Na segunda etapa, focalizamos o desempenho da economia americana nos anos oitenta, tanto de um modo amplo e panorâmico quanto analisamos o setor específico das S&Ls. Muitos analistas apontam para o final dos anos setenta quando buscam as raízes da crise das S&Ls. Foi nesse período que os Estados Unidos enfrentaram um desaquecimento da atividade econômica, com uma inflação de dois dígitos. O *Federal Reserve Bank* reagiu com taxas de juros elevadas desestimulando a economia, mas conseguindo baixar os níveis de inflação.

A legenda conservadora, que assume a Casa Branca com Ronald Reagan, procura atuar em duas frentes: corta o nível de impostos e desregulamenta diversos setores da economia, visando

retomar o crescimento. As *S&Ls* foram então, bastante atingidas pela desregulamentação, porque ampliou-se seu raio de ação e abaixaram-se os níveis de exigências para a manutenção da operação. Ao mesmo tempo, no entanto, o governo elevou o teto da garantia que ele fornecia sobre os depósitos das *S&Ls*. Veremos que essa conjunção de fatores aprofundou os problemas enfrentados pelas *S&Ls*.

Como terceira etapa desse trabalho, tentaremos reconstruir, suscitantemente, o plano teórico *minskyano*, inferindo sobre a fragilidade financeira, que resulta na instabilidade das economias desenvolvidas. Nossa preocupação será concentrada, com mais afinco, sobre a incerteza e a subjetividade do comportamento dos agentes, e sobre a endogeneidade da oferta da moeda, e a complexidade das relações entre capital produtivo e o sistema financeiro.

Para Hyman Minsky o capitalismo é instável devido à forma através da qual a atividade econômica é financiada. O financiamento afeta a economia capitalista através das posições em ativos de capital que devem ser financiados, via produção e distribuição dos bens de consumo e investimento, que têm necessidade de financiamento, e também porque as dívidas devem ser reembolsadas. Por outro lado, o sistema financeiro é naturalmente instável e tende a se fragilizar à medida que a economia se desenvolve. Isto não se deve a fatores exógenos à dinâmica capitalista, tais como acidentes ou erros de política

econômica, mas resulta do funcionamento normal de uma economia capitalista avançada.

A chave da dinâmica capitalista está na forma de acumulação de capital no sistema econômico, determinando o investimento. A instabilidade se origina no modelo de financiamento para bens de capital.

A fragilidade financeira é definida por Minsky em relação ao grau de prudência e de endividamento das unidades econômicas, que constituem um sistema econômico.

O autor destaca três modalidades de financiamentos, que seguem padrões de liquidez e solvência distintos. Inicialmente no financiamento *hedge*, o endividamento é tal que as entradas monetárias, provenientes dos rendimentos esperados, são superiores, em cada período significativo, às saídas monetárias em pagamento das dívidas. Nesse caso, seja qual for a taxa de atualização, o valor do investimento líquido é positivo. Em seguida, temos o financiamento especulativo, onde as saídas monetárias em pagamento das dívidas são superiores às entradas monetárias esperadas em alguns curtos períodos, mas as unidades podem ser refinanciadas. O valor líquido do investimento torna-se negativo neste caso, se a taxa de juros subir muito.

Finalmente, o financiamento Ponzi é aquele onde as saídas em pagamento dos juros da dívida são superiores às entradas monetárias esperadas, e o valor líquido é negativo. Essa padronização dos tipos de financiamento demonstra que a modalidade *hedge* é vulnerável somente ao que acontece nos mercados específicos dos produtos dos respectivos tomadores de empréstimos. Porém a posição dos endividamentos nas formas especulativas, e Ponzi, são vulneráveis ao que se passa nos mercados financeiros.

De acordo com Minsky, há uma tendência do sistema financeiro oscilar entre estruturas sólidas e robustas, onde as unidades *hedge* predominam, e disposições débeis e frágeis, onde unidades especulativas degeneram para o financiamento Ponzi. Desde a II Guerra Mundial, existe essa tendência rumo a estrutura frágil na economia americana. E nos anos oitenta, tornou-se um problema de âmbito global, evidenciado pela dívida dos países do terceiro mundo.

No seguimento derradeiro deste trabalho, procuraremos encontrar elementos que inter-relacionem a crise nas S&Ls com alguns pontos do marco teórico de Minsky. Desde já podemos antecipar que a caracterização precisa e absoluta da crise enfrentada pelas S&Ls enquanto um capítulo ou uma manifestação da tendência mais geral de instabilidade financeira no capitalismo, defendida por Minsky, encontra diversas limitações.

Acreditamos porém que o esforço no sentido de uma compreensão mais ampla desta crise revelar-se-á oportuna e frutífera.

Dentro do espírito que deve reger a monografia, não temos a pretensão de apresentar uma análise original da questão; no entanto, esperamos que haja uma contribuição para o entendimento do tema selecionado.

Por fim, faz-se necessário manifestar minha gratidão ao professor José Pedro Macarini, por sua orientação decisiva exercida com extraordinária paciência e prestesa.

Ao encerrar esta introdução, gostaria de estender meus agradecimentos aos meus pais e meus irmãos, pelo carinho e apoio irrestrito durante todos esses anos.

CAPITULO I

Origem e Evolução das Savings and Loan Associations

1.1 Os Primeiros Tempos

A primeira instituição de poupança e empréstimo dos Estados Unidos, a *Oxford Provident Building Association*, foi fundada na cidade de Frankford, Pennsylvania, em janeiro de 1831. A associação foi organizada de forma tal a permitir que membros acionistas, muitos dos quais operários do setor têxtil, agrupassem suas economias para que uma coletividade deles pudesse obter o financiamento necessário para construir ou comprar suas casas. A todo membro deveria ser oferecida a oportunidade desses empréstimos para tal finalidade, com o conseqüente término da entidade após o atendimento ao último membro. A elegibilidade do sócio era restrita geograficamente, e nenhum empréstimo seria efetuado para residências situadas a mais de cinco milhas da pequena Frankford.

Essa pioneira *Savings and Loan Association (S&L)*, ou associação de poupança e empréstimo foi concebida como uma

entidade de poupança que não emite ações de capital, pois pertencia a seus poupadores e mutuários, chamados membros, e por eles era controlada. Novos membros eram eleitos por votação em reuniões dos depositantes-proprietários. Desses era esperada a permanência na instituição enquanto ela perdurasse, mas aqueles que desejassem retirar sua parcela, precisariam apenas notificar a associação com um mês de antecedência e pagar uma multa de 5% sobre o valor da retirada.

O Balanço Patrimonial da associação consistia de ativo formado por empréstimos hipotecários, enquanto que as cotas de propriedade respondiam pelo passivo, contando ainda com um pequeno acervo patrimonial. Essas cotas foram precursoras dos depósitos de poupança, semelhante às nossas cadernetas de poupança, existentes hoje em dia.

Os fundadores dessa primeira S&L vislumbravam uma instituição de vida útil limitada em que os depositantes-proprietários e tomadores de empréstimos eventualmente viessem a se compor numa só entidade. A instituição exercia o importante papel de consolidar a poupança de um grupo de indivíduos na comunidade local ao canalizar e realocar esses fundos aos mesmos indivíduos na forma de empréstimos hipotecários. Somente mais tarde mutuários e poupadores foram separados de forma intertemporal e completa. Portanto, a primeira S&L foi fundada com o objetivo específico de acumular poupança a fim de financiar a construção e compra de

casas, um segmento praticamente desatendido pelas instituições financeiras existentes naquela época.

Talvez não seja surpresa que essa forma particular de financiamento fosse tão desprezada por bancos comerciais (*Commercial Banks*) e bancos de poupança mútua (*Mutual Saving Banks-MSB*), embora esses tipos de entidades financeiras precedessem o desenvolvimento das *S&Ls*. Os Bancos Comerciais desenvolveram vantagens comparativas ao explorarem diretamente o sistema de pagamentos, e se especializarem no mercado de empréstimos de curto prazo para as empresas. Os *MSBs* tinham origem filantrópica e não emitiam cheques, nem aceitavam depósitos à vista em conta corrente, mas trabalhavam com a poupança do público em geral, propiciando serviços e produtos financeiros ao pequeno poupador que necessitasse de maior flexibilidade quanto à quantidade e prazos para seus depósitos - o que requeria, por sua vez, um ativo com portfólio mais maleável do que o composto exclusivamente por hipotecas.

Já se fazia notar, deste então, as raízes para a segmentação e departamentalização na atividade bancária, que caracteriza o sistema financeiro americano.

Seguindo a organização da primeira *S&L*, instituições similares surgiram nos outros Estados americanos, em quantidade notável, pois em 1893 já se contabilizavam 5.598 delas. Em 1930, antes que esse crescimento fosse interrompido pela Grande

Depressão, o número de *S&Ls* aproximou-se de 12.000, e o volume de ativos nessas instituições aumentou de forma ainda mais expressiva na medida que o número e a renda dos depositantes cresciam.

Junto com o crescimento e popularização, surgiram inovações. Por exemplo, as instituições de abrangência temporária foram substituídas pelas de caráter permanente, onde tomador de empréstimo e poupador eram melhor distintos. Assim, essas firmas começaram a operar com um horizonte de longo-prazo, passando a aceitar cotistas desobrigados a requisitar empréstimos hipotecários. Além dessa providência ter expandido o leque de depositantes, ganham destaque o aspecto poupador dos membros de uma associação.

Acompanhando a prosperidade das *S&Ls* durante seu primeiro século de existência, estava a regulamentação, que agia nas instâncias estaduais e, ocasionalmente, federal. Ao passo que se distinguiam os papéis entre prestador e poupador, bem como os de cotista e depositante-proprietário, estes passaram a se envolver menos com a gerência das *S&Ls*, e ansiar cada vez mais por supervisão. No princípio, os governos estaduais, os únicos agentes que concediam cartas-patentes às *S&Ls*, até a *Grande Depressão*, tornaram-se responsáveis por essa supervisão, que envolvia relatórios e exames periódicos a cargo de funcionários estaduais. Dessa forma, os Estados podiam

manifestar sua desaprovação a empréstimos para fins outros, que não a construção ou compra de residência para as famílias.

Além dessas, outra atribuição comum dada aos funcionários estaduais, encarregados da supervisão das *S&Ls*, era rejeitar a concessão de carta-patente onde outra *S&L* parecesse desnecessária, estendendo assim os poderes de supervisão com o intuito de prevenir e detectar fraudes para a limitação da competição dentro dessa atividade bancária.

Apesar de esse tipo de concorrência ter sido removida, a rivalidade com os Bancos Comerciais se ampliava. No início deste século, bancos nacionais informavam que não havia proibição para receberem depósitos de poupança. Os bancos membros do *Federal Reserve* foram inclusive incentivados a recorrer a essa fonte de recursos, quando as reservas exigidas para depósitos de poupança tornaram-se inferiores àsquelas necessárias ao depósito à vista.

Quanto aos ativos, a disputa por hipotecas residenciais, entre as *S&Ls* e os bancos, também se ampliou, no entanto de forma menos acentuada. Sem contar com mercados secundários ativos, e ademais com regulamentações restritivas, os dois tipos de instituições depositárias gozavam de vantagens comparativas na coleta e no processamento de informações, bem como com uma estrutura tributária favorável às *S&Ls*, que preservava as diferenças nos Balanços.

Nesses termos, bancos e S&Ls eram regulados e monitorados em graus diferentes por diferentes níveis de governo, mantendo uma concorrência de feição indireta.

Os fiscais federais mostravam-se mais interessados nos Bancos Comerciais e nos mecanismos de pagamentos, enquanto os governos estaduais envolviam-se de modo mais próximo e direto com as S&Ls e sua função de facilitar o acesso à casa própria.

1.2 A Prosperidade Após o Crash de 1929

Durante os primeiros 150 anos das S&Ls, aparentemente só ocorreram falências em escala maior em dois períodos: primeiro, durante a recessão da década de 1890 e, posteriormente, com o advento da *Grande Depressão*, desencadeada com o *Crash* da Bolsa de Valores de Nova York, em 1929.

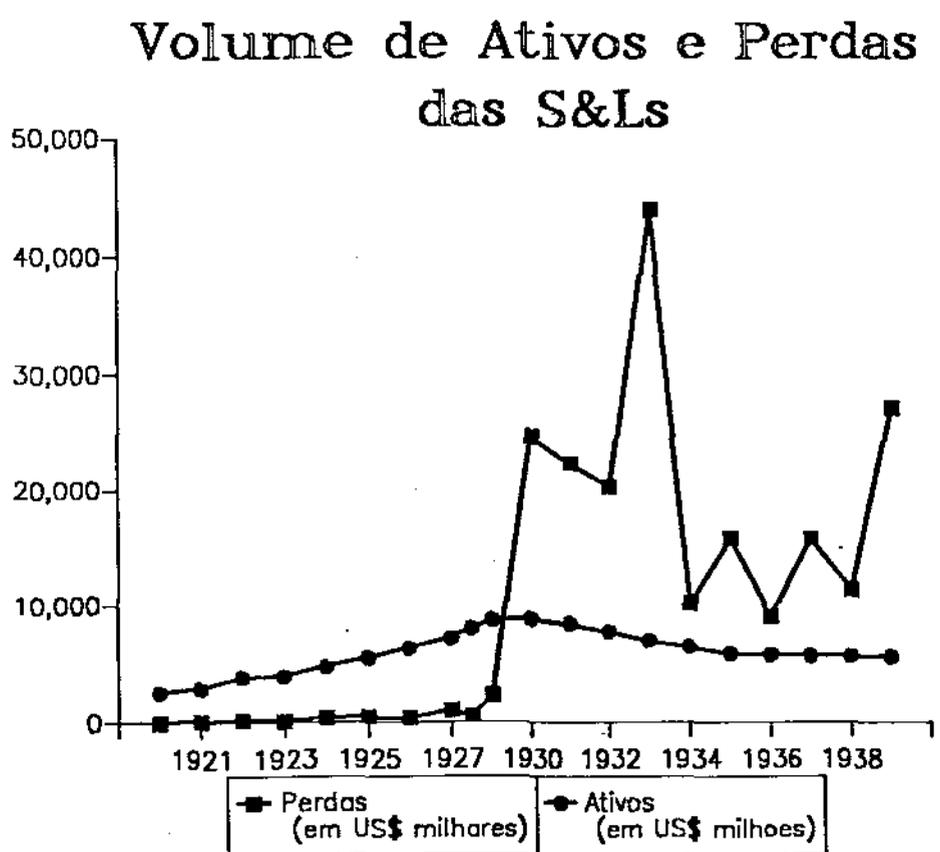
Até a Depressão, as S&Ls não recebiam depósitos à vista, fato que as salvou das *corridas* para saques, que tanto castigaram os Bancos Comerciais; apesar disso, as S&Ls sofreram as retiradas necessárias para a manutenção do consumo de seus depositantes. Esses saques criaram dificuldades para o setor na medida que seus ativos eram formados, quase inteiramente, por hipotecas e mantinham níveis de liquidez reduzidos. As reservas para perdas eram escassas, pois a legislação de muitos Estados

desencorajava sua acumulação. Os ativos foram depreciados com a desvalorização dos imóveis e das próprias hipotecas, resultando daí uma situação onde muitas *S&Ls* capitularam.

Em 1929, existiam 11.777 *S&Ls*, e 592 *MSBs* estabelecimentos, como visto acima, provedores de criteriosa gerência financeira, enquanto às *S&Ls* cabia fomentar o acesso à casa própria. O movimento médio das *S&Ls* era de US\$ 1,3 milhões contra US\$ 18,9 milhões das *MSBs*. Mas já em 1940, havia apenas 7.521 *S&Ls*, uma queda de 40% aproximadamente, versus 540 *MSBs*, uma redução inferior a 10%. O volume total de ativos das *S&Ls* em 1940 era de US\$ 5.7 bilhões, outra baixa próxima aos 40%, em relação aos dados de 1929. (Gráficos 1.1 e 1.2)

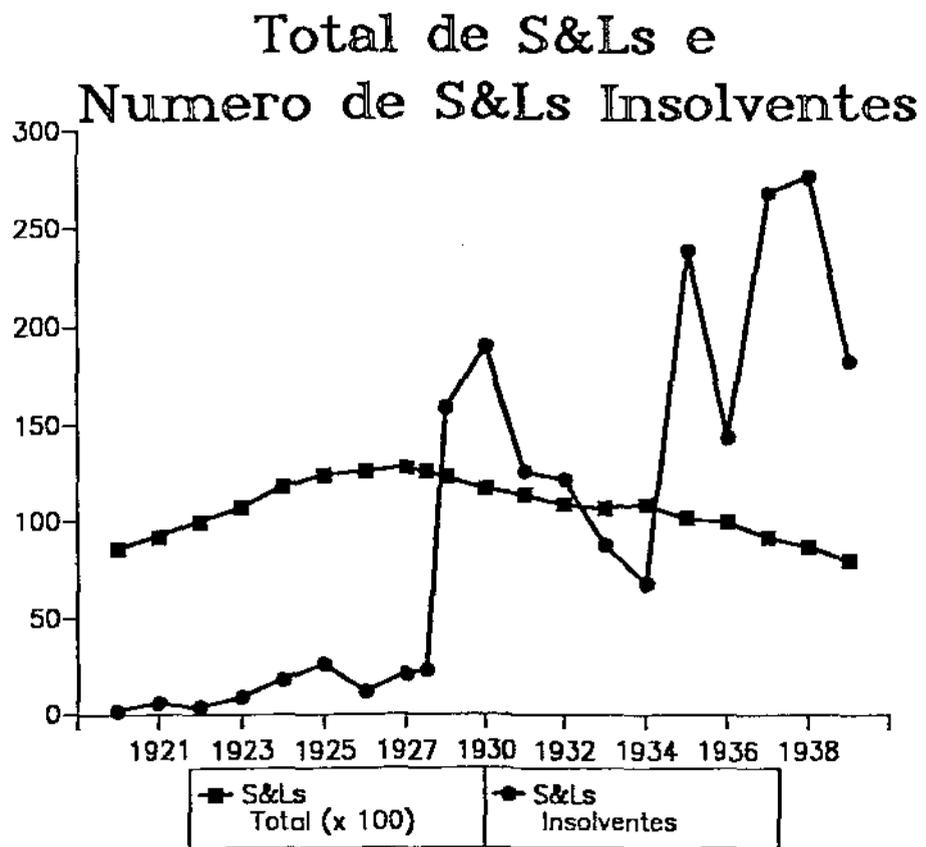
As *S&Ls* dependiam sobremaneira da produção de residências, para uma unidade familiar, e do número de pessoas em busca de empréstimos hipotecários. Em 1930, perto da metade das famílias americanas possuíam casa. A porcentagem de proprietários com hipotecas elevou-se de 31,7 , em 1900, para 45,3 em 1940. A construção de unidades habitacionais saltara de 204.000 em 1900, para 405.000 em 1919, e para 937.000 em 1925. Esse rápido crescimento na produção de residências foi o fator determinante na expansão das *S&Ls* após a virada do século. Essa construção residencial, todavia, sofreu uma desaceleração violenta, sendo um dos primeiros sinais da aproximação da crise de 1929, ano em que apenas 509.000 unidades foram construídas.

Gráfico 1.1



Fonte: Barth, Brumbaugh e Sauerhaft, The Thrift Industry, 1986.

Gráfico 1.2



Fonte: Barth, Brumbaugh e Sauerhaft, The Thrift Industry, 1986.

As desalentadoras 93.000 unidades de 1933 confirmam a estagnação, quase total, do período da Grande Depressão.

Quando as restrições referentes ao recolhimento de poupanças foram distendidas, os Bancos Comerciais instantaneamente adentraram para dominar esse setor do mercado. Em 1920, os Bancos Comerciais detinham 61,1 por cento do volume total de poupança dos Estados Unidos, enquanto as *S&Ls* já figuravam como credoras líderes das hipotecas residenciais com 37,8%.

Os Bancos Comerciais, como já mencionado, corriam maiores riscos com a *Grande Depressão* devido à alta participação de depósitos à vista na composição de seus passivos, e ao fato que haviam optado em fornecer empréstimos com prazos mais extensos.

Apesar de as *S&Ls* terem passado por diversas dificuldades com empréstimos imobiliários durante a Depressão, ironicamente a maior fonte de prejuízo para o setor foi constituída pelos depósitos efetuados em Bancos Comerciais.

Com o objetivo de prover liquidez às *Thrifths* (*S&Ls* majoritariamente, e *MSBs*), o Governo de Herbert Hoover criou duas agências federais: a *Reconstruction Finance Corporation* (*RFC*) e a *Federal Home Loan Bank System* (*FHLBS*), injetando US\$ 275 milhões no sistema e salvando as *S&Ls* da catástrofe

total, assim como o *Federal Reserve Board* adiantou fundos aos Bancos Comerciais. Outra medida providencial foi a alteração da política monetária restritiva que perdurou entre 1929 e 1931.

Na busca de formas capazes de prevenir recorrentes colapsos financeiros, o Governo Roosevelt desenvolveu três mecanismos de controle e suporte para as *S&Ls*: a concessão de Cartas-Patentes federais, seguros de depósito bancário, e a *Federal Housing Administration (FHA)*, agência de seguros hipotecários, à qual voltaremos mais adiante.

Ao ser criada em 1932, a proposta original do *FHLBS* era prover liquidez às *S&Ls*. No ano seguinte, começo da Administração Roosevelt, outra função foi passada ao *FHLBS*, ou seja, buscar e agregar novos membros que seriam sujeitos ao controle federal, ao invés do exercido pelos Estados. Porém o crescimento desse organismo se deu lentamente. Em 1936, apenas 8% das *S&Ls* haviam se alistado, tendo esse percentual alcançado 28% em 1960.

Mais atraente que a *FHLBS*, era o seguro para depósitos, auferido pelo *Federal Savings and Loan Insurance Corporation (FSLIC)*, criado em 1934, seguindo os passos do *Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)*, que operava de modo semelhante entre os Bancos Comerciais.

A filiação ao *FSLIC* era compulsória para associações Federais e opcional àquelas de Carta-Patente estadual. As instituições cobertas pela União obtinham um seguro de até US\$ 5.000 por conta - e esse valor foi posteriormente alterado para US\$ 10.000 em 1952, US\$ 15.000 em 1966, US\$ 20.000 em 1969, US\$ 40.000 em 1974, e US\$ 100.000 em 1980.

O significado desse seguro para os depósitos, assim como o potencial para a ocorrência de abusos que possibilitava, foi percebida desde o início. "O seguro para depósitos se desenvolveu enquanto meio de combate à falta de credibilidade reinante entre as instituições financeiras, que afetava indistintamente os bancos sólidos, que de outro modo, em outro ambiente, poderiam sobreviver à aguda crise financeira (...) os depósitos garantidos por uma agência federal poderá eliminar as diferenças entre as Associações. Poderá reduzir o incentivo à boa gerência porque, se por um lado, algumas instituições puderam tornar-se dependentes dessa garantia, outras, administradas de forma mais eficiente e criteriosa, puderam ser penalizadas pelo desempenho insatisfatório das primeiras. Além disso, o público, e os clientes em particular, poderão se tornar menos cuidadosos ao selecionar a *S&L* com a qual farão negócios" (1).

(1) Bodfish e Theobald. *Savings and Loan Principles*, New York, 1943, p.166.

As *S&Ls* estavam cientes de que esse seguro implicava custos e regulamentação, distinta daquela que servia seus ricos e numerosos concorrentes - os Bancos Comerciais.

A entidade de classe das *S&Ls*, a *U.S. League for Savings Association*, existia desde 1892, mas a necessidade de pressionar o Governo Federal, em favor da criação de uma agência própria para o setor, elevou seu prestígio. Logo a *League* provou seu valor ao conseguir a redução do prêmio do seguro de 0,25 por cento para 0,125 por cento. Até os dias atuais, a *League* tem exercido muita influência sobre a legislação e regulamentação que incidem nos negócios das *S&Ls*. As *Thrifths* poderiam juntar-se à *FSLIC* e renascerem sob jurisdição estadual, fazendo com que 94,3 por cento das *S&Ls* participassem da corporação em 1960, enquanto que o agrupamento entre o *FHLBS* crescia lentamente.

A *Federal Housing Administration (FHA)* nasceu em 1935 para fomentar a construção de habitações através de financiamentos mais atraentes. Ao cobrar um prêmio e fornecer seguro, a *FHA* induzia tomadores de empréstimos a reduzir a entrada e a dilatar os prazos. O impacto da *FHA* foi limitado até 1945 porém, após a 2ª Guerra Mundial e o regresso dos veteranos, a agência contribuiu significativamente para o aumento da demanda por novas unidades habitacionais. As antigas entradas, de 40% sobre o valor total do empréstimo, foram logo reduzidas a 3 por cento, e prazos, de 10 a 15 anos, foram

alongados para 35 ou até 40 anos. Adicionalmente, no sentido de facilitar a oferta habitacional, o seguro hipotecário da *FHA* foi estendido à construção de apartamentos no pós-guerra. Outro aspecto importante foi que a *FHA* demonstrou que a segurança de empréstimos de longo-prazo, de baixo valor de entrada e sua padronização os transformavam em títulos negociáveis em outros mercados. Essa foi uma condição necessária para o advento de um mercado secundário de títulos hipotecários.

Assim, de 1932 a 1935, movido pelos descaminhos financeiros e econômicos da *Grande Depressão*, as regras federais básicas, sobre as quais as *S&Ls* e os bancos iriam operar durante os próximos 45 anos, foram estabelecidas. Tais normas fizeram emergir certos conflitos entre os governos estaduais e nacional, bem como a sobreposição de autoridade entre as próprias agências federais.

Durante o período de prosperidade e estabilidade do pós-guerra, até os anos mais violentos da Guerra do Vietnã, a concorrência reguladora no setor bancário pareceu saudável.

As *S&Ls* prosperaram acentuadamente, ultrapassando as *MSBs* em total de ativos pela primeira vez em 1954, alcançando um volume correspondente à metade daqueles dos Bancos Comerciais. Desse crescimento participaram tanto as grandes instituições, quanto aquelas *S&Ls* de menor porte.

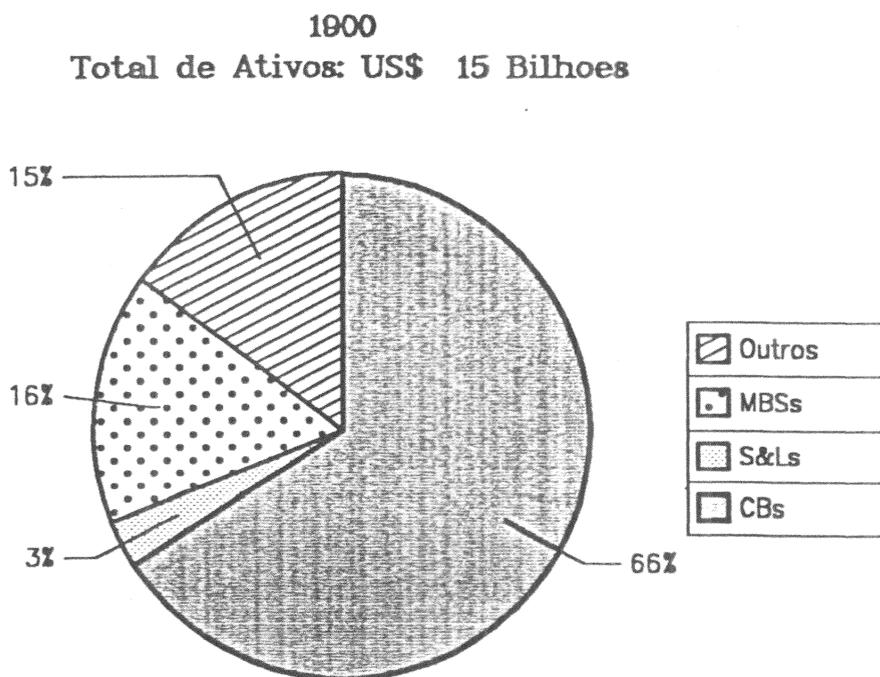
Em 1945, as *S&Ls* respondiam por 3 por cento do montante de ativos financeiros privados nos Estados Unidos, versus 65 por cento do Bancos Comerciais. Três décadas depois, essa relação era de 16% para as *S&Ls*, e 37% para os Bancos Comerciais. Assim a evolução da participação das *S&Ls* entre os demais intermediários financeiros nos primeiros três quartos deste século foi notória. (Gráficos 1.3 a 1.9)

Tal expansão torna-se mais significativa à luz da crescente competição entre instituições financeiras. Nas décadas de '50 e '60, mais da metade dos depósitos em Bancos Comerciais provinha de contas correntes que não rendiam juros ou depósitos à vista, serviços que as *S&Ls* não ofereciam. Todavia, na década de 1970, os depósitos à vista representavam apenas um quarto dos depósitos bancários. Nas *S&Ls*, durante esse período, os depósitos de poupança correspondiam entre 75 a 80% do montante total de depósitos. Os Bancos Comerciais então passaram a competir mais diretamente pelo dinheiro do poupador, mas as *S&Ls* ainda possuíam seu campo de atuação restrito por lei, que as impedia de operar entre os correntistas.

Gráfico 1.3

Distribuição dos Ativos Financeiros Totais entre Intermediários Financeiros no Estados Unidos

(CBs = Bancos Comerciais)



Fonte: Board of Governors of the Federal Reserve System, in Barth, Brumbaugh e Sauerhaft, The Thrift Industry, 1986.

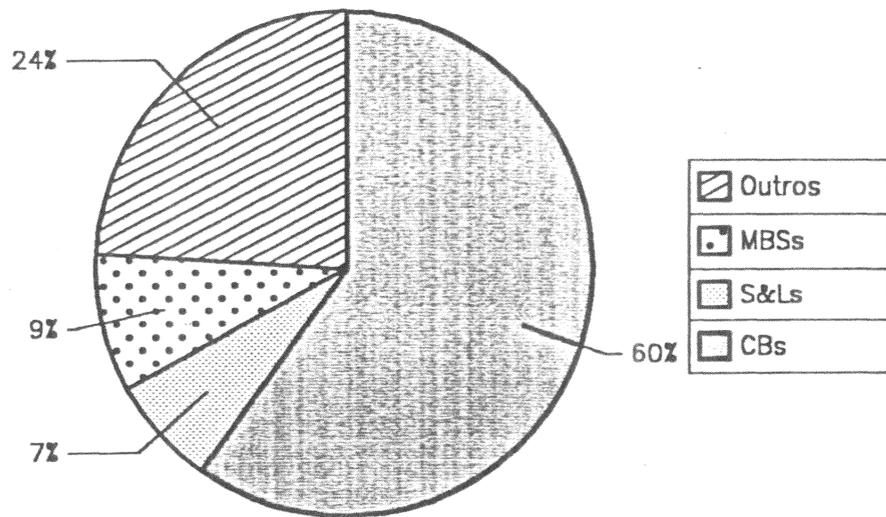
Gráfico 1.4

Distribuição dos Ativos Financeiros Totais entre Intermediários Financeiros no Estados Unidos

(CBs = Bancos Comerciais)

1929

Total de Ativos: US\$ 110 Bilhoes



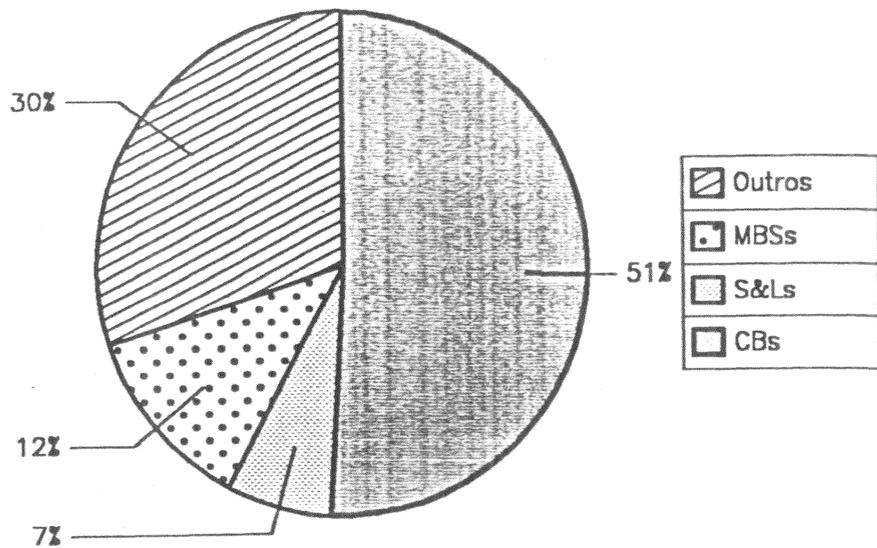
Fonte: Board of Governors of the Federal Reserve System, in Barth, Brumbaugh e Sauerhaft, The Thrift Industry, 1986.

Gráfico 1.5

Distribuição dos Ativos Financeiros Totais entre Intermediários Financeiros no Estados Unidos

(CBs = Bancos Comerciais)

1933
Total de Ativos: US\$ 90 Bilhoes



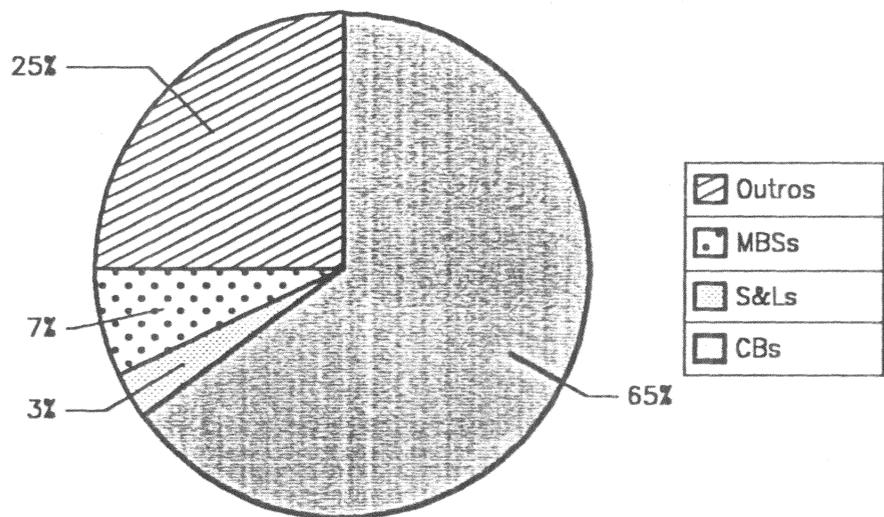
Fonte: Board of Governors of the Federal Reserve System, in Barth, Brumbaugh e Sauerhaft, The Thrift Industry, 1986.

Gráfico 1.6

Distribuição dos Ativos Financeiros Totais entre Intermediários Financeiros no Estados Unidos

(CBs = Bancos Comerciais)

1945
Total de Ativos: US\$ 247 Bilhoes



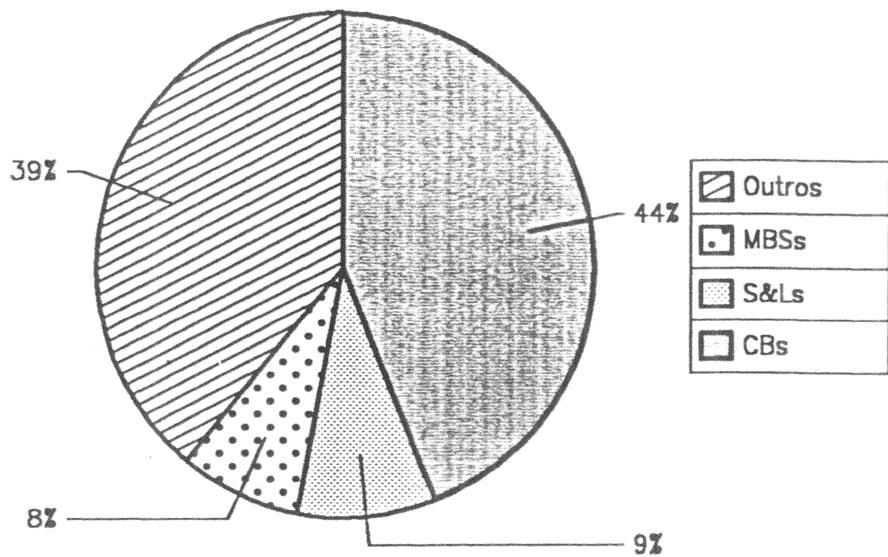
Fonte: Board of Governors of the Federal Reserve System, in Barth, Brumbaugh e Sauerhaft, The Thrift Industry, 1986.

Gráfico 1.7

Distribuição dos Ativos Financeiros Totais entre Intermediários Financeiros no Estados Unidos

(CBs = Bancos Comerciais)

1955
Total de Ativos: US\$ 424 Bilhoes



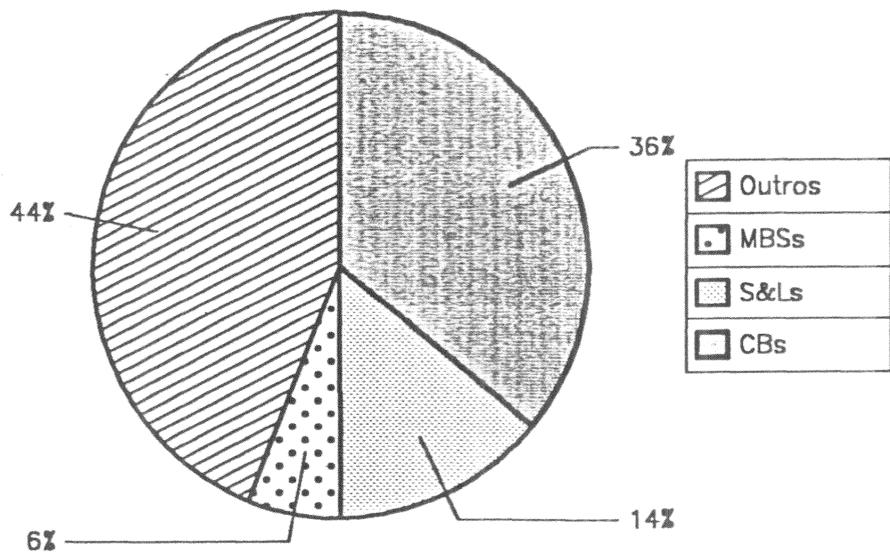
Fonte: Board of Governors of the Federal Reserve System, in Barth, Brumbaugh e Sauerhaft, The Thrift Industry, 1986.

Gráfico 1.8

Distribuição dos Ativos Financeiros Totais entre Intermediários Financeiros no Estados Unidos

(CBs = Bancos Comerciais)

1965
Total de Ativos: US\$ 921 Bilhoes



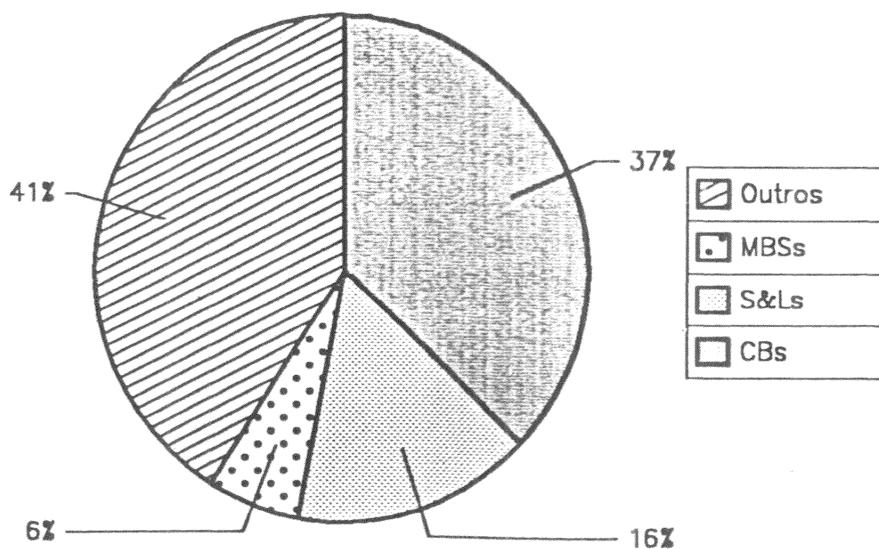
Fonte: Board of Governors of the Federal Reserve System, in Barth, Brumbaugh e Sauerhaft, The Thrift Industry, 1986.

Gráfico 1.9

Distribuição dos Ativos Financeiros Totais entre Intermediários Financeiros no Estados Unidos

(CBs = Bancos Comerciais)

1975
Total de Ativos: US\$ 2136 Bilhoes



Fonte: Board of Governors of the Federal Reserve System, in Barth, Brumbaugh e Sauerhaft, The Thrift Industry, 1986.

Além disso, instituições financeiras não bancárias estavam se desenvolvendo com a finalidade de auxiliar o pequeno poupador a proteger seu portfólio contra os aumentos da inflação. As leis e a regulamentação, então existentes, proibiam as *Thrifths* de pagar juros sobre depósitos em conta corrente à vista, e impunham teto às taxas de juros pagas por depósitos de poupança. Como resultado, clientes passaram a preferir novos métodos de intermediação financeira, entre eles as instituições não bancárias, menos regulamentadas, na busca de uma taxa de retorno maior.

A interação entre as taxas de juros de mercado e circunspeção legal levou ao desenvolvimento dos *Money Market Funds (MMFs)* - os fundos mútuos do mercado monetário, que operam com títulos do Tesouro americano. Por não estarem sujeitos à legislação das instituições de poupança, os *MMFs* ofereciam contas com rendimentos superiores aos que as outras instituições poderiam pagar, proporcionando ainda as vantagens do depósito à vista. Introduzidos em 1972, os *MMFs* difundiram-se ao ponto de representarem seríssima concorrência aos depósitos das *S&Is* ainda na década de '70. Essa ameaça fez surgir novas modalidades de contas baseadas no mercado monetário entre as instituições depositárias, como o *Money Market Certificate* (o certificado do mercado monetário), em 1978, que tinha suas taxas atreladas aos títulos do Tesouro americano com maturidade de 6 meses.

A estrutura da regulamentação para instituições depositárias em geral, e para as S&Ls em particular, foi bastante contestada, com propostas de reformas surgindo nas mais diversas comissões.

Ainda assim, o sistema existente em 1935 permaneceu praticamente intacto até 1980.

CAPITULO II

A Crise Na Década de 1980

2.1 A Economia Americana na Era Reagan

Ao tomar posse na Presidência dos Estados Unidos, em janeiro de 1981, Ronald Reagan encontrou a economia americana em situação crítica. Jimmy Carter havia deixado a Casa Branca com uma inflação superior a 12%, taxa de juros nominais que movimentavam-se no patamar de 20% ao ano, e uma taxa de desemprego de 7,5% da população economicamente ativa. Pior do que esses índices gritantes, para uma economia industrial desenvolvida como a americana, era a inexistência de qualquer horizonte de crescimento. As variações positivas da produtividade e do Produto Nacional Bruto, decresciam desde o final dos anos '60.

A agenda conservadora de Reagan identificava a intervenção estatal, e desacertos de política econômica, como determinantes para a queda do poder econômico americano. A retomada do crescimento se daria com o corte de gastos públicos,

a diminuição da carga tributária sobre pessoas físicas e jurídicas e a redução das regulamentações governamentais que asfixiavam o setor privado. Também era prevista a continuidade da política monetária restritiva iniciada por Paul Volcker no *Federal Reserve Board* no final dos anos '70, que privilegiava um rígido controle de agregados monetários, ao invés de se ater às flutuações da taxa de juros. Acreditava-se que a combinação dessas medidas liberaria parte da renda que o Governo absorvia, e seria estímulo suficiente para que o setor privado comandasse o aumento da atividade econômica com o incremento das taxas de poupança interna e, conseqüentemente, do investimento.

Baseado nessa concepção de economia de oferta (*supply-side economy*), a redução das taxas dos impostos seria mais do que compensada pelo crescimento da atividade econômica, de tal forma que o resultado final apresentaria um aumento no volume total da arrecadação.

No início do Governo Reagan, as projeções oficiais indicavam um crescimento de 1,1% do PNB em 1981, de 4,2% no ano seguinte e, na média, superior a 4,5% até o final do primeiro mandato em 1985. (Tabela 2.01)

No entanto, estes prognósticos não se confirmaram. Os efeitos da política monetária contracionista sobre a inflação foram sentidos somente em meados de 1982, (Gráfico 2.1); enquanto isso, o nível de investimento declinou devido às

condições desfavoráveis de crédito, arrastando consigo o PNB que ficou em -2,5% em 1982. Outros fatores interagiram neste momento para minar a confiança dos agentes econômicos, como a sobrevalorização do dólar, que reduziu a competitividade dos produtos americanos, e a queda nos preços das *commodities* a nível mundial que, juntamente com os problemas de endividamento, trouxeram a crise a muitos mercados importadores de produtos americanos. Nesses primeiros anos da década passada, o número de desempregados aumentou em mais de um milhão de pessoas, alcançando 9,5% da PEA em 1982, e mantendo-se neste patamar em 1983. (Tabela 2.02)

Tabela 2.01

Estados Unidos
"A Program for Economic Recovery"
Projeções do Governo Reagan, (em porcentagens), Fevereiro 1981.

	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Variação do PNB	1,0	4,2	5,0	4,5	4,2	4,2
Gasto Govern./PNB	23,0	21,6	20,1	19,2	19,2	19,3
Desemprego	7,6	7,2	6,6	6,4	6,0	5,6
Taxa de Juros (T. Bill 6 meses)	12,0	9,3	8,0	7,2	6,2	5,7

Fonte: Roberts, *The Supply-Side Revolution*, 1984, pp 110.

O crescimento acelerado do *déficit* fiscal era financiado através da oferta de títulos do Tesouro americano, à taxas cada vez maiores. Tais procedimentos tornavam necessários que os demais títulos privados elevassem suas taxas de juros

para fazer frente à concorrência dos papéis do Tesouro americano. (Gráfico 2.2)

Tabela 2.02

Estados Unidos
Evolução Verificada dos Indicadores
(Em Porcentagens)

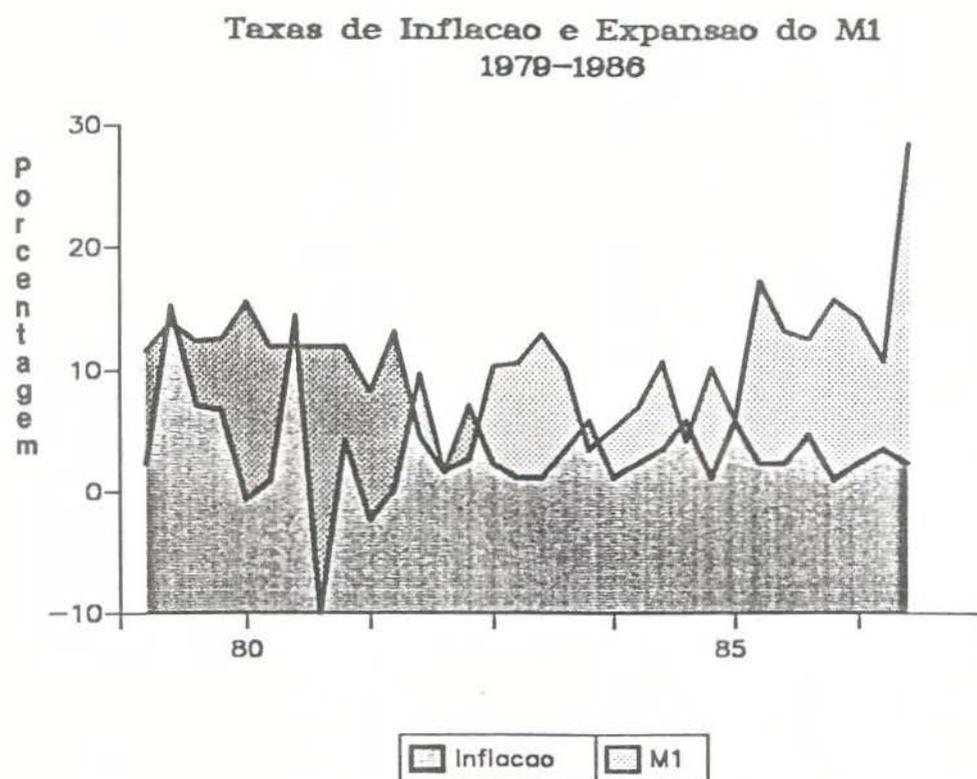
	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Variação do PNB	-0,2	1,9	-2,5	3,6	6,6	3,4	2,6	3,4	3,4	3,1
Gasto Govern./PNB	26,7	27,9	29,7	29,9	29,1	30,1	30,9	31,1	30,7	31,3
Desemprego	7,0	7,5	9,5	9,5	7,4	7,1	6,9	6,1	5,4	5,2
Taxa de Juros (T. Bill 6 meses)	11,3	13,7	11,0	8,7	9,6	7,6	6,0	6,0	6,9	7,5

Fontes: Economic Report of the President 1992 e OECD, Economic Outlook, junho 1990.

A conjunção do dólar muito valorizado, e a queda significativa dos preços dos produtos básicos no mercado internacional, tornou os bens importados mais acessíveis aos americanos. Juntamente com a pressão sobre os salários, principalmente nas indústrias exportadoras, verificou-se um declínio da inflação, que caiu a 3,2% em 1983, e mantendo-se ao redor de 4% até o final dos anos Reagan.

Gráfico 2.1

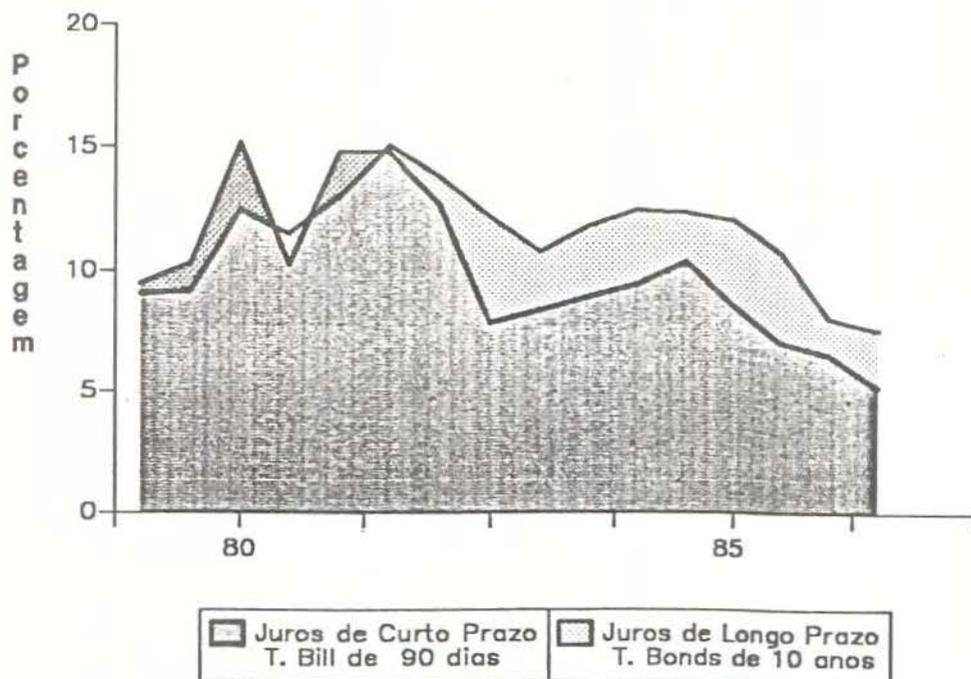
Evolução Quadrimestral



Fonte: Annual Statistical Digest of The Federal Reserve Board, in Greider, Secrets of the Temple, 1987.

Gráfico 2.2

Taxas de Juros de Curto e Longo Prazo
1979-1986



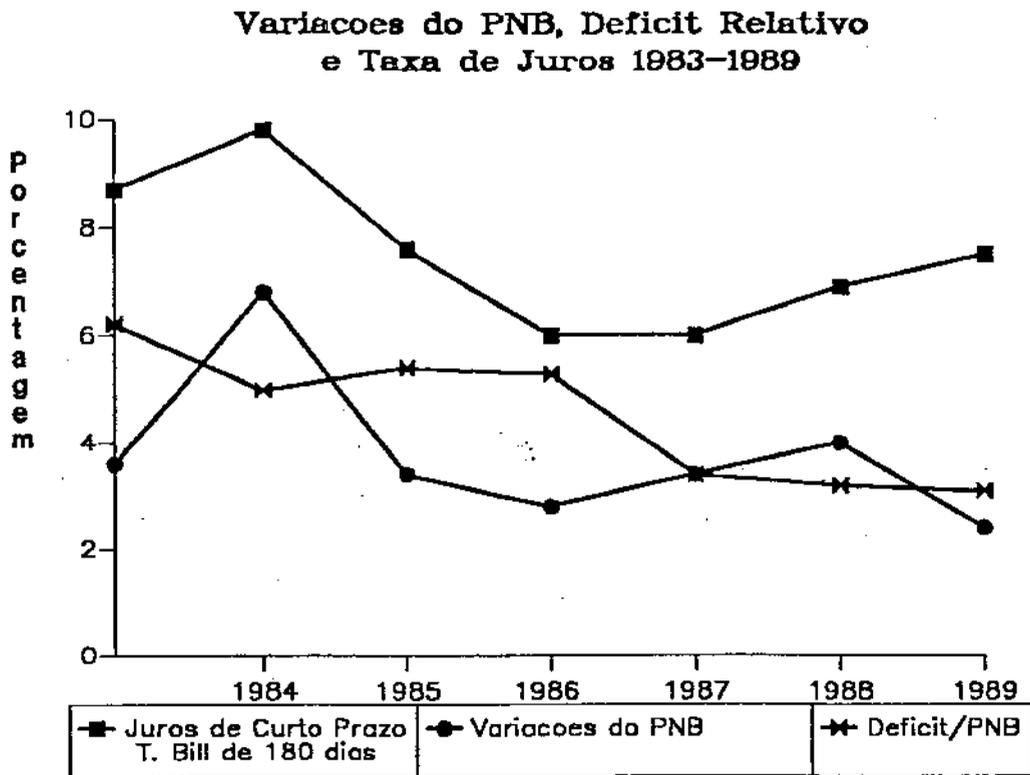
Fonte: Annual Statistical Digest of The Federal Reserve Board, in Greider, Secrets of the Temple, 1987.

A retomada do nível de atividade nos Estados Unidos, em 1983, no entanto, só foi impulsionada pelo *déficit* orçamentário e o relaxamento da política monetária a partir do final de 1982. Essa recuperação deu lugar a um período de sete anos de expansão continuada. Nos três primeiros anos da década de '80, o produto nacional bruto mostrou uma taxa com variação média negativa, refletindo, entre outros fatores, a retração dos investimentos no período. Entre 1983 e 1989 porém, o PNB cresceu a uma taxa média de 3,8%. (Gráfico 2.3)

A expansão de investimentos, bem como a do emprego e a do lucro das grandes corporações, coincidiram com o controle das pressões inflacionárias, devido à manipulação criteriosa da oferta monetária, à queda dos preços dos insumos e matérias-primas e ao dólar apreciado, principalmente durante o primeiro mandato de Reagan.

Um fenômeno desta época são os *déficits* gêmeos, o fiscal e o comercial. A inesperada queda nas receitas do governo, juntamente com o aumento de gastos, em particular com programas militares e o serviços da dívida pública, minou qualquer tentativa de controle orçamentário. O *déficit* fiscal em 1987 foi de US\$ 150 bilhões e evoluiu para US\$ 155 bilhões em 1988.

Gráfico 2.3



Fonte: Economic Report of the President, 1989.

Durante esse mesmo período, os balanços comerciais do Japão e da Alemanha apresentaram *superávits* enormes. Os recursos obtidos muitas vezes permaneciam nos Estados Unidos, com a compra de Títulos do Tesouro ou ações nas Bolsas de Valores americanas, provocando altas fantásticas. Esses recursos eram atraídos pela diferença entre as taxas de juros praticadas nos Estados Unidos e seus países de origem.

Tal afluxo de capitais contribuía para uma valorização do dólar, o que, por sua vez, reduzia a competitividade dos produtos americanos. A perda de competitividade se fez sentir de modo mais acentuado nos setores têxtil, automobilístico, eletro-eletrônico, e de equipamentos industriais pesados.

O problema de produtividade decrescente na economia americana revela um fator estrutural inserido no contexto do *déficit* comercial.

O ritmo de crescimento da economia dos Estados Unidos do pós-guerra não se manteve devido à escassez de alternativas para o investimento e inovação empresarial. O relativo êxito de Reagan em conseguir sustentar os níveis de demanda agregada ocorreu devido a expansão do endividamento, tanto privado quanto governamental.

A questão central está no envelhecimento do padrão de acumulação e no esgotamento do modelo de desenvolvimento que caracterizou as duas décadas que se seguiram à 2ª Guerra Mundial. Isso gerou a obsolescência dos patamares de comércio e do sistema monetário internacional que amparavam o estilo americano de acumulação.

A insuficiente reestruturação das plantas instaladas no Estados Unidos se reflete também pela crescente perda de competitividade das exportações. No começo da década de '80 ainda se obteve um reduzido *superávit* no setor de manufaturados transacionados, contra um *déficit* de cerca de US\$ 138 bilhões em 1986. Essa cifra inclui um saldo negativo no comércio de bens de alta tecnologia, situação inédita para os norte-americanos.

O declínio econômico, resultante da superioridade competitiva e produtiva no Japão e na Europa, em especial a Alemanha, fez com que os Estados Unidos fossem incapazes de operar satisfatoriamente com as regras que anteriormente garantiam sua hegemonia.

Tornou-se motivo de crescente dificuldade o exercício da supremacia americana no direcionamento do sistema capitalista, definindo e impondo suas condições de financiamento. Assim como ficaram limitadas as possibilidades da *Pax Americana* estabelecer medidas unilaterais em benefício próprio em face da estrutura de poder que ainda detêm.

2.2 A Desregulamentação e o Desempenho das S&Ls

A aguda oscilação das taxas de juros, nos primeiros anos da década de 1980, deixa claro que muitas S&Ls achavam-se despreparadas para enfrentar o novo cenário financeiro emergente. Dentro do espírito republicano que assumiu os Estados Unidos, o grito em favor da desregulamentação da atividade bancária se fazia sentir cada vez mais. As razões que tornavam necessária a desregulamentação entre as S&Ls pareciam ter sido identificadas, e eram muitas: (1) a não correspondência dos prazos de vencimentos entre ativos e passivos; (2) a competição por fundos advinda de um lado pelos Bancos Comerciais, e de outro, por novos concorrentes, principalmente os *MMFs*; (3) uma mudança no perfil do poupador - pessoas mais afortunadas dependentes dos rendimentos dos seus depósitos; (4) avanços tecnológicos, por exemplo, a transferência eletrônica de fundos, que colocavam em dúvida a necessidade das filiais de depósitos, nas quais as S&Ls vinham investindo nos últimos anos; (5) a possível queda na demanda por financiamentos habitacionais, graças a alterações de ordem demográfica; (6) a crescente aceitação da idéia de que as políticas habitacionais tinham sido privilegiadas demais nos últimos governos; e, finalmente, (7) parcelas crescentes do mercado de empréstimos residenciais estavam sendo atendidas por valores mobiliários agenciados por organismos como o *Federal National Mortgage Association (FNMA)* e

o *Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC)* - um esquema fora do alcance das *S&Ls*.

A proposta mais importante de alteração nas regras de funcionamento das *S&Ls*, liberava a concorrência por depósitos ao afastar os limites de remuneração paga aos depositantes, imposta pela *Regulation Q*, a qual regia, desde 1966, o teto e o diferencial em taxas de diversas modalidades bancárias. Pelo lado dos ativos, as *Thrifths* ficavam livres para efetuar empréstimos a taxas de juros variáveis, evitando os empréstimos de taxas fixas. A característica dos passivos já vinha se modificando, com certificados de depósitos *Jumbo*, superiores a US\$ 100,000, excluídos do controle de taxas e, fazendo parte de sua composição, os *Money Market Certificates*. Em 1980, as *Thrifths* pagaram juros de mercado para mais da metade de seus depósitos. Na Nova Inglaterra, desde o começo da década de 1970, as *S&Ls* e *MSBs* possuíam autorização para ofertar contas *Negotiable Order Withdraw (NOW)*, de depósitos à vista, e em 1975 as associações licenciadas na Califórnia podiam fazer hipotecas com taxas variáveis.

A diversificação se constituiu noutro pilar das mudanças propostas para as *S&Ls*. Devido aos desencontros de vencimentos resultantes do fato de os ativos das *S&Ls* serem compostos basicamente de hipotecas, e porque a concorrência dos títulos de crédito havia reduzido a demanda por empréstimos hipotecários, as *S&Ls* deveriam ter acesso aos tomadores de empréstimo de

curto prazo, tais como empréstimos a empresas e ao consumidor. O empréstimo ao consumidor exercia papel fundamental dentro das novas atribuições das S&Ls: o de provedores dos mais completos serviços financeiros para a família americana. Outras atividades propostas incluíam cartões de crédito, seguros, planejamento financeiro, gerenciamento patrimonial, etc., todos produtos já disponíveis nos Bancos Comerciais.

Em março de 1980, o *Depository Institutions and Monetary Control Act (DIMCA)*, estabeleceu cinco reformas principais no sistema: (1) instituiu o *Depository Institutions Deregulation Committee (DIDC)*, com a finalidade de suspender o teto das taxas sobre depósitos até 1986; (2) autorizou pessoas físicas e jurídicas, sem fins lucrativos, a possuírem contas *NOW*; (3) autorizou as S&Ls, de licença federal, a efetuar empréstimos para imóveis comerciais e ao consumidor, bem como a investir em títulos negociáveis e em títulos de crédito de corporações, até 20% dos ativos; (4) autorizou empréstimos de *creditcard* e atividades de administração patrimonial para as S&Ls federais; e, por derradeiro, (5) permitiu que as S&Ls investissem até 3% dos ativos em empresas construtoras e incorporadoras - essa última pouco notada na época.

O tempo provou que a medida mais ameaçadora da *DIMCA* foi a permissão para concessão de empréstimos a compradores e construtores de imóveis comerciais. Bancos e seguradoras já atuavam de forma agressiva nesse mercado, enquanto que os fundos

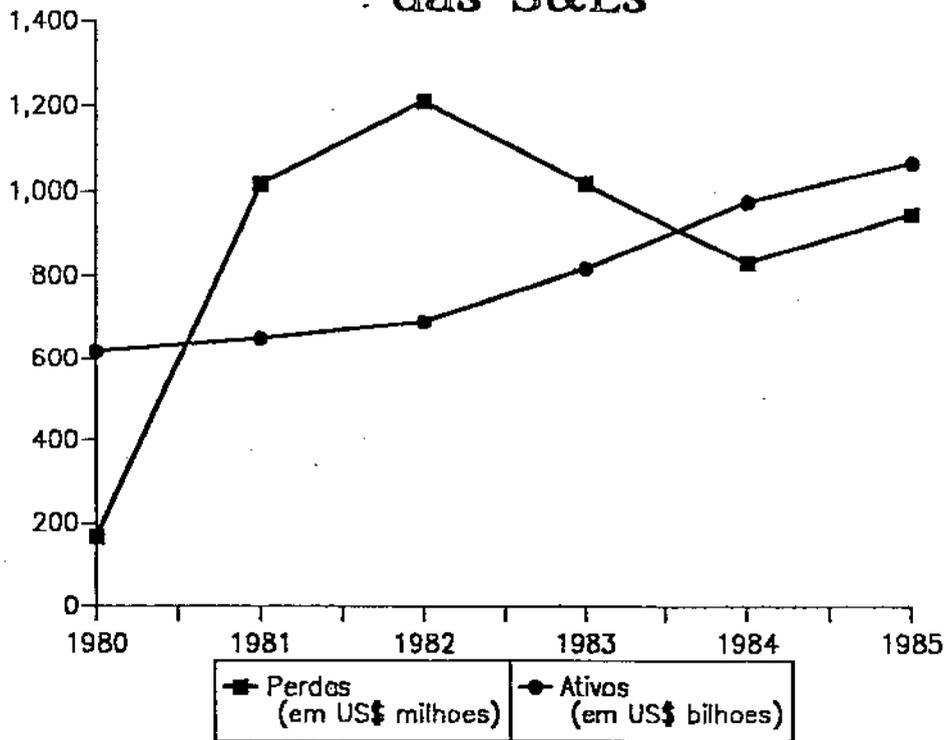
de pensão chegavam a comprar propriedades comerciais pagando à vista. Tornava-se difícil de acreditar que, num mercado de alto risco como esse, fosse possível que as S&Ls conseguissem resolver seu problema de fluxo. O mais provável seria que só os tomadores de empréstimos rejeitados pelos Bancos Comerciais e seguradoras, recorrecem às inexperientes S&Ls.

A primeira consequência da desregulamentação de 1980 foi a escalada dos custos dos fundos numa velocidade não acompanhada pela mudança dos portfólios, onde persistia o predomínio de hipotecas a juros fixos. Tal combinação deteriorou tanto as margens de lucros quanto a qualidade dos ativos, que faziam parte da carteira de diversas associações, e muitas S&Ls foram à falência.

A relação de ativos líquidos sobre o total de ativos no setor caiu de 5% em 1979 para 3,4% no final de 1985. Nesse período, mais de 500 S&Ls fracassaram e mais de 400 apresentaram um patrimônio líquido negativo. Os percalços do início dos anos '80, no entanto, tiveram mais desdobramentos que o fechamento de algumas S&Ls, ao mudarem significativamente o *modus operandi* dessas, tornando nebulosa a distinção entre as instituições bancárias. (Gráficos 2.4 e 2.5)

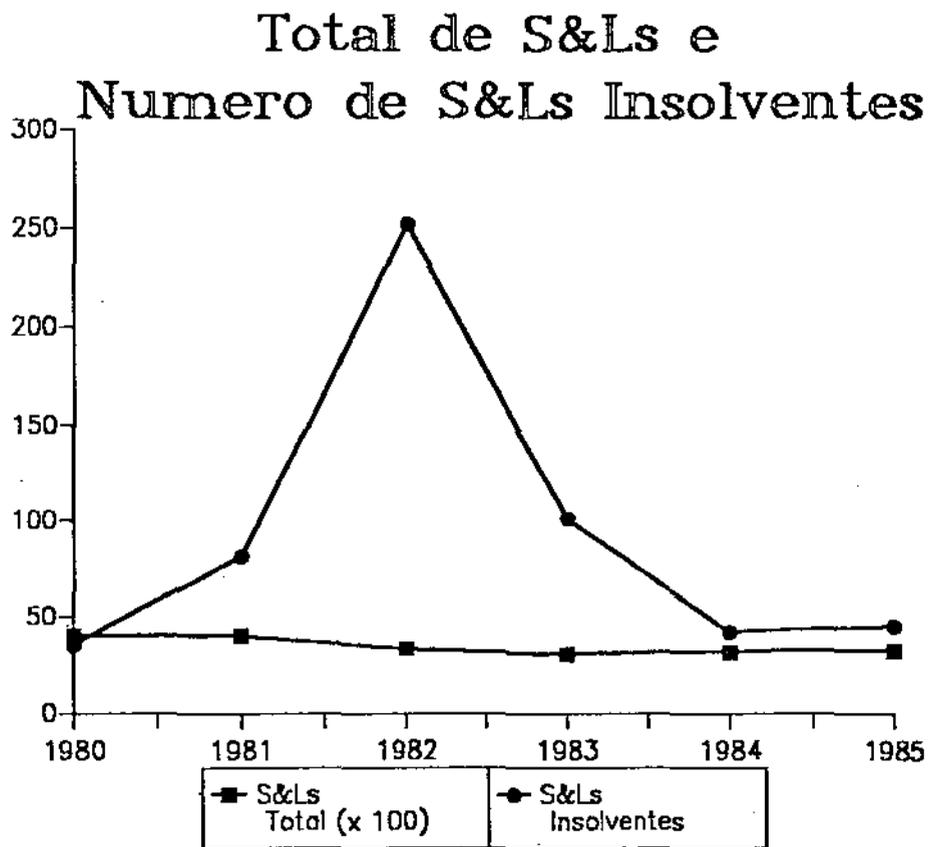
Gráfico 2.4

Volume de Ativos e Perdas das S&Ls



Fonte: Barth, Brumbaugh e Sauerhaft, The Thrift Industry, 1986.

Gráfico 2.5



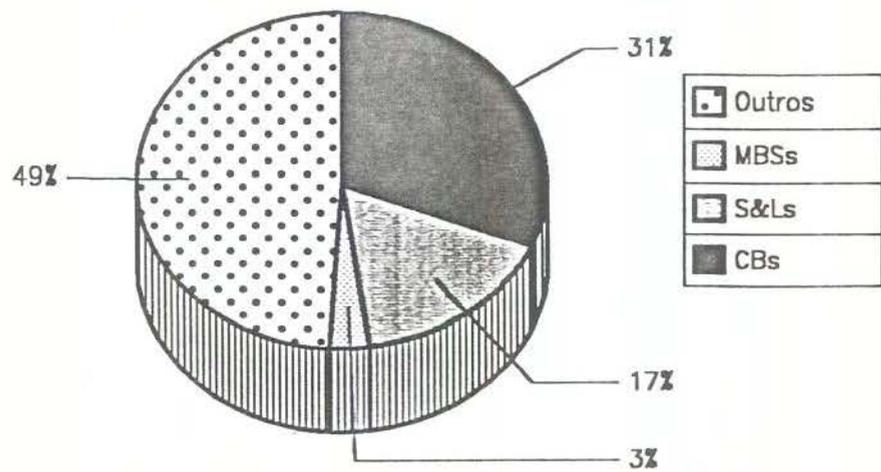
Fonte: Barth, Brumbaugh e Sauerhaft, The Thrift Industry, 1986.

Gráfico 2.6

Distribuição dos Ativos Financeiros Totais entre Intermediários Financeiros no Estados Unidos

(CBs = Bancos Comerciais)

1985
Total de Ativos: US\$ 6603 Bilhoes



Fonte: Board of Governors of the Federal Reserve System, in Barth, Brumbaugh e Sauerhaft, The Thrift Industry, 1986.

A segunda grande alteração na legislação ocorreu com o *Garn-St Germain Depository Institution Act (Garn-St Germain)*, de 1982. Essa Lei delegou à *FHLBB* a responsabilidade sobre as fusões entre as *S&Ls* debilitadas e outras associações, como bancos comerciais, e instituições financeiras não bancárias, que já respondiam por quase metade da intermediação de ativos financeiros. (Gráfico 2.6) Também expandiu o universo de atuação das *S&Ls*, permitindo a operação com ações de forma mais independente, e não apenas através de fundos mútuos.

Dentro do programa de auxílio-capital para as *S&Ls* com problemas de liquidez previsto nas disposições de 1982, a *FSLIC* emitia notas promissórias para adquirir certificados patrimoniais de associações qualificadas. Se tais associações se recuperassem, as notas promissórias e certificados patrimoniais eram saldados. Caso contrário, o *FSLIC* incorreria em prejuízo ao ser forçado a cobrir as notas promissórias.

Além disso, o *FHLBB* passou a aprovar fusões ao permitir que o *FSLIC* contornasse qualquer lei estadual ou federal que impedisse a união de *S&Ls*, em dificuldades e seguradas pelo *FSLIC*, com outras associações, cobertas por essa mesma instituição, ou com bancos, cobertos pela *FDIC*, assim como autorizar a compra dessas *S&Ls* por pessoas, empresas ou *holdings*. A ocorrência de grande número de tais transações compendiava as diferenças entre os diversos tipos de

instituições financeiras e exercia pressão no sentido de que fossem removidas as demais restrições bancárias.

A possibilidade de converter o caráter mútuo das *S&Ls* em instituições de participação acionárias, e sem restrições geográficas, constituiu-se em outra alteração importante. As turbulências dos primeiros anos da década de '80 demonstraram a necessidade de as *S&Ls* terem maior acesso ao mercado de capital. Com o advento do *Garn-St Germain Act*, 225 associações mútuas transformaram-se em sociedades anônimas, injetando US\$ 4 bilhões nas *S&Ls* somente entre 1983 e 1985.

Os novos poderes das associações, as perspectivas de recuperação econômica e queda nas taxas de juros, tornaram as *S&Ls* um ramo financeiro atraente. Com um capital inicial de US\$ 1 milhão, já era possível formar uma nova associação, livre das velhas hipotecas de juros fixos, e com direito a ofertar depósitos garantidos pelo governo a uma razão de patrimônio sobre ativos de apenas 3 por cento. Especialmente em Estados de expressivo crescimento econômico, a oportunidade não foi desperdiçada por construtores, corretores, e empreendedores em geral. O risco limitava-se à perda do capital inicial, já que o restante era segurado pelo *FSLIC*. Em retribuição à garantia, o *FSLIC* detinha a autoridade para regular o setor, mas nem sempre esse poder era exercido. Em 1981, o *FSLIC* poderia ter suspenso a aprovação de novas associações, enquanto persistisse a crise no setor, e limitar a entrada dos

interessados no ramo através da compra de S&Ls em dificuldades. Justamente o contrário aconteceu, todavia, com 61 novas licenças cedidas somente na Califórnia.

Em seus primeiros 35 anos de existência, o *FSLIC* havia liquidado apenas uma dezena de S&Ls, e promovido 130 fusões - a principal forma de tratar as S&Ls debilitadas. Por isso, seus fundos de garantia não despertavam maiores atenções, até atingirem o valor de US\$ 1 bilhão em 1982. Mesmo assim, o valor do fundo já era insuficiente para cobrir os custos de liquidação das associações insolventes.

Ao invés da decisão impopular de elevar as reservas do *FSLIC* com dinheiro do contribuinte, o governo federal, legislativo e executivo, resolveu alterar o padrão de solvência e os princípios contábeis vigentes no setor a fim de mascarar a situação precária.

A princípio, o cálculo do custo de remoção das instituições insolventes do sistema financeiro resultaria do valor líquido negativo agregado das S&Ls deficitárias. Na prática, todavia, o valor de mercado dessas instituições não correspondia aos valores registrados, requerendo um detalhado estudo de cada caso para que se pudesse auferir uma estimativa aceitável.

A idéia inicial por trás da desregulamentação foi a de tornar as *S&Ls* instituições mais produtivas, com a suspensão de regras que limitassem sua área de atuação, aproximando esse ramo da concepção do livre mercado. Talvez, o verdadeiro direcionamento para as condições de concorrência plena se desse através da remoção do privilégio do seguro sobre depósitos em contrapartida a uma gama mais ampla de oportunidades para investimentos. Na verdade, as *S&Ls* obtiveram a liberdade sem responsabilidade, pois agora detinham o direito à aplicação em investimentos de maior risco, enquanto ofereciam a garantia do governo federal a seus depositantes.

2.3 Desastre e Escândalos entre as *S&Ls*

A estratégia da desregulamentação obteve alguns resultados, no curto prazo, quando as *S&Ls* receberam uma injeção volumosa de capital, ao serem adquiridas por empreendedores audaciosos e dispostos a pagar juros sobre os depósitos, em troca da oportunidade de arriscar o dinheiro do poupador em negócios irresponsáveis. Para as *S&Ls* mais tradicionais, restou seguir o caminho traçado pelos mais aventureiros ou ser por eles compradas.

Em todo Estados Unidos as *S&Ls* se transformaram então em financiadoras de empreendimentos especulativos e de projetos que

poderiam render muito dinheiro, mas era mais provável que, no final, acabassem perdendo muito - ou tudo.

A título ilustrativo, vale a pena citar, ainda que brevemente, o caso da *Lincoln Savings and Loan*, da Califórnia, para exemplificar o comportamento desleal de alguns proprietários de S&Ls, que tanto freqüentou a imprensa.

Charles H. Keating Jr. era um advogado de 60 anos, em 1984, quando comprou a *Lincoln S&L*. Campeão de natação na juventude, formou-se graças a uma bolsa concedida a atletas. Logo abriu, com o irmão, em Cincinnati, Ohio, uma banca de advocacia bem-sucedida. Em 1972, trocou a advocacia pelo trabalho de assessor de um multimilionário com aversão à exposição pública, Carl Lindner. Sorveteiro durante os anos da Grande Depressão, Lindner construiu sua fortuna a partir da *Hunter Savings Association*.

De seu mentor, Keating aprendeu o valor do relacionamento estreito com os meios políticos; mas, diferente daquele, gostava de emitir suas opiniões: era um conservador declarado que exigia trajes formais de seus empregados e apregoava a desregulamentação. Moralista, Keating chegou a militar em campanhas contra a pornografia. Também acreditava em propagar suas idéias com generosas contribuições à políticos.

Em seus três primeiros anos à frente da *Lincoln*, investiu agressivamente em terras nuas, em projetos de escritórios comerciais e *junk bonds* principalmente. O *Federal Home Loan Bank*, de San Francisco, auditou a *Lincoln*, em março de 1986, identificando 131 milhões de prejuízos, investimentos diretos além do permitido e mais uma infinidade de incorreções contábeis.

Cada vez que era obrigado a se explicar, Keating apelava a seus contatos políticos em Washington, D.C. Enquanto Keating mantinha sua casa de verão nas Bahamas e usava um jatinho para mover-se entre ricos e influentes, a situação da *Lincoln* se complicava, chegando a vender notas bancárias sem qualquer garantia Federal, no valor de 250 milhões de dolares, mascaradas como se fossem certificados de depósitos segurados pelo *FSLIC*, à 23 mil clientes nas suas 29 filiais.

Boa parte dos fundos da *Lincoln* era repassado à *American Continental Corporation*, na qual Keating também tinha participação - uma incorporadora com projetos grandiloquentes para condomínios, hotéis e comunidades inteiras, em locais de difícil acesso. Um desses projetos mirabolantes previa a edificação de um distrito completo, chamado *Estrella*, em vinte mil acres no meio do deserto do Arizona. Esse local abrigaria uma população de 200.000 pessoas.

Além de financiar a construção, Keating cedia dinheiro para que compradores contratados "adquirissem" lotes em *Estrella* a preços ultra-inflacionados. Ao menos nos registros contábeis, parecia que o empreendimento estava rendendo lucros enormes à *Lincoln*.

O leque de influência de Keating abrangia alguns Senadores, os *Keating Five*, que receberam um total de 1,4 milhões de dólares entre 1985 e 1988. Essa cobertura política garantiu que a *Lincoln* permanecesse de portas abertas por mais de dois anos depois de constatado seu estado caótico. Em 1987, quando os prejuízos já ultrapassavam meio bilhão de dólares, o Senador Dennis DeConcini, Democrata do Arizona, ainda afirmava que a *Lincoln* era uma organização viável, pois teria lucrado US\$ 49 milhões naquele ano - e mais ainda no ano anterior.

A situação só passou ganhar destaque nos meios de comunicação quando Edwin J. Gray, o diretor do *FHLBB*, que havia lutado por mais rigor na regulamentação, e por isso mesmo era adversário público de Keating, denunciou o escândalo. Oficialmente, a *Lincoln* foi à falência em abril de 1989, dias após Keating orquestrar um desvio de 400 milhões de dólares em ativos, os distribuindo entre suas outras empresas, a maioria concordatárias. Uma semana depois de seu fechamento, o *Bank Board* estimou em 2,5 bilhões de dólares o rombo da *Lincoln* S&Ls, sem contar o desaparecimento desses 400 milhões em ativos. O *Federal Reserve* precisou emprestar dinheiro ao *FSLIC* para

fazer face à corrida para saques na *Lincoln*; foi o maior desfalque enfrentado até então pelo *FSLIC*. Hoje, Keating cumpre sua pena por fraudes no valor de 1,1 bilhão, a maior da história dos Estados Unidos.

Em conseqüência dos problemas estruturais agravados por casos como esse, mesmo que em menor escala, em 1989 as *S&Ls* se encontravam numa situação ainda mais desfavorável do que em 1981. No início de 1988, tornou-se público que ao menos em sexto das 3.150 entidades, asseguradas pelo Governo Federal, encontravam-se tecnicamente falidas. A liquidação imediata das associações insolventes custaria no mínimo US\$ 166 bilhões, uma quantia seis vezes superior ao custo da resolução do problema no início da década.

A necessidade de maior intervenção tornou-se evidente. Em 1989, a legislação bancária alterou-se com o *Financial Institutions Recovery, Reform and Enforcement Act (FIRREA)*. Determinado a modificar o sistema de seguro dos depósitos, o *FIRREA* aboliu as principais agências reguladoras e seguradoras das *S&Ls*: a *FHLBB* e a *FSLIC*, respectivamente. O diploma criou o *Office of Thrift Supervision (OTS)* para ocupar o espaço do *FHLBB*, e o subordinou ao Departamento do Tesouro. Também fundou-se, através da mesma legislação, o *Savings Association Insurance Fund (SAIF)*, para substituir o *FSLIC*, colocado sob a supervisão do *FDIC*, que por sua vez responde ao recém criado *Bank Insurance Fund (BIF)*. Essas modificações visam transformar o *OTS* num órgão fiscalizador mais independente da pressão das *S&Ls*, ao

mesmo tempo em que torna mais severas as normas de operação do ramo. Uma dessas medidas, por exemplo, prevê penalidades substanciais às *S&Ls* que não posicionavam grande parte de seus ativos em "itens habitacionais", como hipotecas de residências.

O *FIRREA* passou a cuidar mais ativamente de saldar as dívidas das *S&Ls* falidas com o Tesouro e, em última instância, com o contribuinte americano. Para essa finalidade surgiu o *Resolution Trust Corporation (RTC)*, que gerencia e liquida a massa falida das *Thrifths*. Com um ano de funcionamento, o *RTC* já era a instituição financeira americana com o maior volume de ativos, seu valor de face atingindo 200 bilhões de dólares. Certamente, o valor de mercado desses ativos representa apenas uma fração desse montante, e na medida que o passivo das *S&Ls*, sob a direção da *RTC*, ultrapassar a quantia auferida no processo de liquidação de seus ativos, as diferenças serão arcadas pelo Tesouro.

A avaliação quase unânime da atuação do *RTC* após o trigésimo mês em funcionamento era bastante positiva. Ao todo já haviam sido repassados cerca de 240 dos 360 milhões de dólares em ativos das 644 *S&Ls* fechadas pelo órgão até abril de 1992. Nessa operação, o *RTC* conseguiu recuperar, em média, 70 cents para cada dólar em bens imobiliários, e 95 cents para cada dólar em ativos mais atraentes, como títulos sem atrasos. Isto foi possível graças à venda casada de ativos mais promissores com outros menos demandados, como terras em lugares distantes e

conjuntos habitacionais semi-acabados. Outro fator que tem determinado esse desempenho são as abordagens de venda agressivas por parte dos operadores do *RTC*. Com o intuito de reduzir o inventário tem-se feito acordos vantajosos para os que se dispõem a negociar com o governo. Os críticos afirmam que tal voracidade tem contraído os preços dos imóveis nos estados mais atingidos pela crise das *S&Ls* (Flórida, Califórnia e, principalmente, Texas), mas ela não ocorre sem motivos. A lei estabelece que o *RTC* deverá encerrar suas atividades no último dia de 1996.

Mesmo com a atuação mais firme do governo, a situação das *S&Ls* continua delicada. Das 2.389 instituições sobreviventes, estima-se que cerca de 500 não conseguirão manter-se em funcionamento por muito tempo. Nos primeiros meses de 1991, 38% das *Thrifths* estavam operando com prejuízos, contra 29% em 1988. A queda do nível da atividade econômica no início dos anos noventa e a desvalorização dos bens imobiliários contribuíram para agravar a situação.

Agora, muitas *S&Ls*, que demandam com urgência a entrada de novos capitais para sobreviver, não têm encontrado investidores dispostos a aplicar com tal ambiente de insegurança.

Mesmo com metade das *S&Ls* apresentando relativa solidez, as *Thrifths* têm enfrentado uma competição mais

agressiva, por parte dos Bancos Comerciais, no mercado de hipotecas residenciais, seu nincho mais tradicional. Com o mercado imobiliário enfrentando expectativas pessimistas, acredita-se que a posição das S&Ls estará cada vez mais fragilizada. (Tabela 2.03)

Tabela 2.03

Estados Unidos
Análise das *Thrifths* Sobreviventes
Em Setembro de 1991.

Descrição	Número de Instituições	Ativos (Em US\$ Bilhões)	Porcentagem de Ativos em Capitais Tangíveis	Lucros ou Prejuízos (Em US\$ Milhões)
Lucrativas e Bem Capitalizadas	1.130	341	6,5	508
Atendem as Regras de Capitalização	685	370	4,1	138
Capitalização Insuficiente e Rendimentos Inadequados	356	191	2,1	-230
Insolventes, mas em Operação	218	152	-2,5	-1.048
TOTAL	2.359	1.054	3,53	-631

Fonte: Office of Thrift Supervision, in *BusinessWeek*, November 14, 1991.

A mais recente modificação nas leis que regulam a atividade bancária ocorreu no final de 1991, quando o Congresso americano aprovou o *Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act (FDICIA)*. Ao barrar uma proposta de reforma mais ampla do Executivo, o *FDICIA* trouxe apenas duas mudanças básicas: (1) prover uma linha de crédito de 30 bilhões de dólares para cobrir as perdas esperadas com instituições (S&Ls e Bancos Comerciais), e um adicional de capital de giro correspondente a 90% do "valor justo de mercado" dos ativos designados à *FDIC* (calcula-se que esse valor possa chegar a 40 bilhões de dólares); (2) requerer intervenções mais rápidas e enérgicas dos reguladores em instituições que não puderem manter certos níveis de capitalização.

A instituição, que não atingir capital correspondente à no mínimo 2,5% do valor dos seus ativos, não poderá pagar mais do que três quartos de um ponto percentual sobre os juros praticados no mercado, e será proibida de pagar dividendos aos acionistas ou expandir suas operações além de tornar-se sujeita à troca de diretoria. Já os Bancos e S&Ls, que não apresentarem índices de 2% de capitalização, poderão ser fechados em até noventa dias, a não ser que consigam provar que serão menos onerosos abertos do que com as portas fechadas para o *BIF* ou *SAIF*, respectivamente.

A implementação do *FDICIA*, é evidente, encontrou muita resistência, especialmente entre as próprias S&Ls, mas sem

dúvida trata-se de mais um passo no sentido de recuperar a credibilidade do setor.

Outro aspecto importante do *FDICIA* foi requerer do *FDIC*, a partir de janeiro de 1994, a cobrança de taxas de risco diferenciadas sobre o seguro de depósitos nas instituições. Acredita-se que, ao vincular esses seguros aos riscos que cada unidade representa, corrigir-se-á uma distorção onde os bancos mais sólidos subsidiam os menos eficientes, assim como desestimularia a formação de uma carteira com muitos ativos de alto risco.

Em janeiro de 1993, o *FDIC* elevou a taxa de 23 cents para uma média de 25,4 cents para Bancos Comerciais e 25,9 cents para *S&Ls* para cada 100 dólares assegurados. Dependendo do nível de risco envolvido nos depósitos, o valor do prêmio irá variar em 23 e 31 cents. Presume-se que 75% dos Bancos e 60% das *S&Ls* se qualificam para o nível mínimo de cobrança. Assim, para a maioria das instituições não ocorreria qualquer aumento de custo. Mas a elevação do custo dos seguros sobre os depósitos do sistema como um todo está estimado em 780 milhões de dólares, sendo 180 milhões somente a parte que cabe às *S&Ls*,

Este montante, no entanto, representa apenas uma parcela mínima do desembolso referido acima que o Tesouro americano realizará no decorrer dos próximos anos.

CAPÍTULO III

O MARCO TEÓRICO DE HYMAN MINSKY

3.1 A Dinâmica de uma Economia Capitalista

A instabilidade, recentemente observada nas principais economias capitalistas, tem se manifestado, de início, na forma de desajustes financeiros, antes de refletir sobre as demais variáveis econômicas como a produção, o emprego e a renda.

Para se entender as crises atuais, torna-se fundamental que se tenha uma compreensão da instabilidade do sistema capitalista, que é inerente à sua lógica interna, ou seja, decorre das caracterizações determinantes da expansão e retração dos investimentos. Tal instabilidade tem, ao longo dos anos, assumido uma crescente face financeira, já que cada vez mais as decisões capitalistas seguem a uma lógica financeira. Assim as decisões de investimento tornam-se progressivamente dependentes de princípios de gestão financeira, não mais se restringindo somente ao aspecto do retorno econômico. Este retorno segue enquanto condição importante, mas o investimento só será concretizado caso este não comprometa a situação financeira da

unidade em questão, seja ela familiar, empresarial, bancária ou governamental. Na medida que as relações financeiras se sofisticam dentro de uma economia capitalista, uma estrutura patrimonial equilibrada e a liquidez passam a ser determinantes nas decisões dos que realizam investimentos.

Na dinâmica capitalista atual, existe um princípio de decisão financeira que move todos os processos fundamentais do sistema. A partir do momento em que todas as decisões obedecem a uma lógica financeira, a compreensão desta e dos movimentos financeiros torna-se crucial para o entendimento da instabilidade capitalista.

Talvez Hyman P. Minsky tenha sido o autor pós-keynesiano que desvendou e sistematizou, com mais propriedade, a questão da lógica financeira. Em seu modelo, o sistema capitalista é representado como um conjunto de empresas, onde cada uma das unidades traz consigo um portfólio, com uma estrutura de ativos e passivos que pressupõe relações de créditos e transações financeiras que condicionam progressivamente as decisões no âmbito financeiro.

O autor concebeu uma hipótese sobre as forças que movem esta instabilidade. Tal hipótese é que o dinamismo da economia capitalista a tornará tanto mais líquida, quanto maior o número de mercados financeiros, com prazos e interinidades distintas, que forem criados, com amplo espectro de vencimentos. A

maior liquidez do sistema, ou seja, a maior mobilidade do capital, aponta para essa potencialidade de crescimento cada vez mais significativo. No entanto, o sistema poderá tornar-se, concomitantemente, mais frágil. Essa fragilidade advém justamente dos movimentos financeiros que Minsky busca mostrar em seu modelo.

Inicialmente Minsky procura distinguir uma economia capitalista dotada de uma estrutura financeira sofisticada e complexa, chamada de *Wall Street*, que será o cenário de sua análise. Na economia *Wall Street*, existe de um lado, um pólo interessado em financiar ativos e a atividade produtiva, e do outro, o polo dos agentes que necessitam fornecer empréstimos. Ambos são movidos pela busca de lucros, como em qualquer atividade capitalista.

A inter-relação entre dois pólos tem como resultante uma rede de fluxos de caixa, que se caracteriza por rendimentos e obrigações de pagamentos expressos em portfólios.

"Como nossa economia possui corporações e Bolsas de Valores (desenvolvidas), que negociam a propriedade dos ativos de capital, a dimensão financeira na economia corporativa é mais relevante do que na economia dominada por empresas de capital fechado" (2).

(2) Minsky, Hyman P., *Stabilizing an Unstable Economy*, New Haven, 1956, p.175.

3.2 A Fragilidade Financeira no Capitalismo

O estudo da composição dos portfólios, de seu comportamento e de gerenciamento, é o passo inicial para o desenvolvimento da Hipótese da Fragilidade Financeira. Minsky divide em três categorias as técnicas de financiamento utilizadas no fomento dos portfólios: *hedge*, especulativos e Ponzi.

A proporção em que esses três tipos de portfólios se combinam nas economias é o que vai definir a SOLIDEZ ou a FRAGILIDADE da sua estrutura financeira e, por conseguinte, o grau em que essa economia pode observar uma redução de lucros ou um crescimento dos custos financeiros, sem causar uma ruptura na rede de financiamento.

O sistema econômico é dinâmico e cíclico, ou seja, ele trabalha com um modelo que, ao longo do tempo, permite desenvolver fatores endógenos que levam à fragilização. Assim, a economia não apresenta absoluta solidez ou fragilidade repentinamente, mas através de processos endógenos que se desenvolvem ao longo do ciclo de expansão.

No que se refere à deterioração da condição financeira dos agentes econômicos e ao perfil do mercado financeiro, a economia demonstra uma tendência inerente às estruturas financeiras capitalistas, que é a de se mover de estados de

relativa solidez para estados de relativa fragilidade. No momento em que surge uma estrutura frágil, a economia se mostra altamente vulnerável a uma crise financeira. A fragilização do sistema pode não acarretar uma crise financeira mais severa, com acentuada desvalorização de ativos de capital, se as autoridades governamentais intervierem - porém a instabilidade se acumulará.

A Hipótese da Fragilidade Financeira desenvolvida por Minsky pode ser observada no contexto de uma análise histórica do processo capitalista, dada a relevância que o desenvolvimento institucional das economias capitalistas tem em sua percepção. De tal sorte que a Hipótese da Fragilidade Financeira procura explicar o comportamento de uma economia capitalista, caracterizada por uma sofisticada estrutura de relações e agentes financeiros *Wall Street*. O processo de investimentos torna-se intimamente ligado a forma de financiamento, os quais por sua vez são influenciados, de maneira significativa, pelas expectativas dos agentes econômicos com relação à evolução dos lucros das empresas e das taxas de juros.

Ao utilizar a concepção *Wall Street*, Minsky expõe uma rede de inter-relações financeiras que permeiam os mecanismos de produção e distribuição. Estas relações influenciam de forma marcante o desempenho de tais mecanismos. Os processos de decisão e as relações financeiras tomam formas institucionais diversas e específicas, que devem ser consideradas em qualquer modelo que procure retratar adequadamente a realidade. O rótulo

Wall Street é usado para definir agências e práticas que geram e alocam recursos para financiar tanto os investimentos como a posição do estoque de ativos de capital. Portanto, na economia capitalista o comportamento de *Wall Street* é um dos determinantes da organização e do rumo dos investimentos.

Minsky concentra seus esforços na tentativa de demonstrar que a instabilidade dos investimentos é endógena no sistema capitalista, principalmente em função da maneira como tais investimentos são financiados. O processo capitalista articula instrumentos financeiros que sustentam os investimentos em algum momento, porém são eles portadores dos germes que farão com que o investimento perca sua vivacidade.

"A estabilidade de uma economia depende de como são financiados os investimentos e as posições em ativos de capital. Será argumentado que a instabilidade é determinada por mecanismos endógenos ao sistema e não fora dele; nossa economia não é instável devido aos choques do petróleo, guerras ou surpresas monetárias, mas devido a sua natureza" (3).

O autor analisa as relações entre os ativos de capital, instrumentos financeiros, instituições financeiras e moeda, a partir de uma ótica intertemporal. Essas relações interferem ativamente nos processos decisórios, influenciando de forma aguda na dinâmica capitalista.

(3) Minsky, Hyman P., Stabilizing an Unstable Economy, New Haven, 1993, p.172.

O circuito que interliga as variáveis dispostas acima são as relações financeiras existentes no sistema capitalista, as quais associam o investimento ao preço de oferta dos ativos de capital, ao processo de acumulação, à dinâmica do mercado financeiro e às oportunidades de lucro daí advindas.

Numa economia capitalista, onde os meios de produção são propriedade privada, a ocorrência da produção de qualquer bem somente se justifica quanto é prevista a existência de lucros. A compra de ativos de capital não se torna viável devido a sua produtividade, ou modernidade tecnológica, mas sim pelo lucro projetado que este ativo estará apto a gerar.

O investimento será portanto um dispêndio monetário com o objetivo de produzir bens que, utilizados no processo produtivo, gerarão lucro líquido; ou seja, o volume de recursos totais recebidos pela venda do bem ou serviço produzido, descontados os gastos correntes, custos tecnicamente associados a produção e impostos. Esse conceito de lucro líquido realizado com o auxílio do ativo do capital, também é chamado de *quasi-rents*. Portanto, a compra de um ativo de capital, bem como a efetivação de um investimento, está associada às perspectivas de lucro.

O preço dos ativos de capital é estabelecido pela oferta e demanda no mercado. Considerando-se que a curto prazo a

capacidade produtiva é determinada pelo estoque de capital, a demanda por ativos de capital, por seu lado, reflete os rendimentos deste ativo ao longo dos anos. Assim, as perspectivas presentes dos rendimentos futuros afetam a determinação do preço atual de demanda do ativo de capital, influenciando a determinação do investimento corrente.

No entanto, este é apenas um aspecto parcial da determinação dos investimentos. Há, simultaneamente, a questão da forma particular pela qual este investimento será financiado.

A compra de um ativo de capital poderá ser efetuada por três modalidades de financiamento. Primeiramente, uma empresa poderia se desfazer de ativos não ligados a operação diretamente. A segunda alternativa seria recorrer à recursos internos disponíveis para investimentos, provenientes do fluxo de lucros menos os impostos e dividendos pagos aos proprietários. Por fim, pode-se recorrer a obtenção de fundos junto a terceiros.

A decisão de investir implicará conseqüentemente na escolha de "como" financiar este investimento. Quando se compra um ativo de capital, é esperado que este gere um fluxo de caixa suficiente para honrar os compromissos dos contratos financeiros, pagar dividendos e aumentar o capital da empresa. A perspectiva presente dos lucros futuros é um dos fatores que contribuem para a determinação de preço do ativo de capital no

dia de hoje e, portanto, nas decisões correntes de investimento. Como foi visto, no entanto, os investimentos devem ser financiados, e os termos sob os quais os financiamentos estão disponíveis, no presente, dependem da validação dos débitos no passado, que, por sua vez, é feita pelos lucros presentes. Assim sendo, os lucros ganhos validam débitos, que por sua vez estabelecerão os termos dos financiamentos disponíveis para os investimentos.

No cálculo do preço de demanda de um ativo de capital, a disponibilidade de financiamento poderá exercer um papel positivo ou negativo, elevando ou reduzindo o preço desse ativo, determinando, desta forma, o processo de investimento.

O processo de investimento no sistema capitalista pode ser visto como uma atividade em que os ativos de capital reais, controlados por pessoas, são adquiridas por meio de empréstimos efetuados junto aos proprietários de dinheiro, através da venda de títulos. Para os agentes que tomam emprestado, tais operações se transformam em obrigações contraídas para a aquisição de bens de capital, envolvendo uma saída de caixa, que tem um valor definido no tempo e deve ser adequada à expectativa de recebimentos provenientes da utilização produtiva do ativo de capital. Para os emprestadores, a transação pode ser interpretada como a não disponibilidade de dinheiro hoje, para obtenção de um montante superior de dinheiro no futuro; desta forma, a economia é vista como uma rede de fluxos de caixa, que

expressam os acordos contratuais ao longo do tempo, permeado por um "elemento de incerteza".

"Assim, há um elemento de incerteza na decisão de investir que não se relaciona com a possibilidade da performance tecnológica indicada do investimento, nem com o fato mercado do bem produzido pelo investimento ser sólido. Este elemento de incerteza está focado na conjunção entre financiamentos internos e externos que serão necessários; e essa conjunção depende do nível de investimento que será financiado pelo fluxo futuro de lucros" (4).

Conforme explanado anteriormente, o determinante imediato da demanda por um ativo de capital é o fluxo de caixa ou *quasi-rents*, que se espera que o ativo de capital renda ao longo do tempo. Este fluxo de caixa poderia conceitualmente ser antecipado, sendo expresso através de seu valor presente. Por outro lado o financiamento do ativo de capital também implica numa sequência de débitos a serem efetuados por determinado período, que da mesma forma poderá ser expressa em valor presente. O investimento somente ocorrerá caso a somatória das *quasi-rents* (esperadas ao longo do período), multiplicada pela taxa de atualização dos rendimentos, for superior a zero. Além disso, para que a estrutura financeira resultante de tal investimento seja favorável, torna-se necessário que a somatória

(4) Minsky, Hyman P., Stabilizing an Unstable Economy, New Haven, 1966, p.115.

acima descrita seja superior à soma dos volumes dos compromissos assumidos para a realização do dito investimento.

No caso da ocorrência dessas duas condições, existirá o que Minsky denomina financiamento *hedge*. A unidade, que usufruir desse tipo de financiamento, contará com rendimentos que suplantam as obrigações ao longo do tempo.

No entanto, apesar da unidade *hedge* cobrir seus compromissos com o lucro corrente, é conveniente que ela mantenha uma parcela de seu estoque monetário em formas de elevada liquidez, para se precaver contra eventuais falhas nos recebimentos. O autor denomina esta reserva *margin of safety*. Portanto, uma das características da unidade *hedge* seria a relativa independência das condições do mercado financeiro para arcar com suas obrigações.

Já as unidades denominadas especulativas são aquelas em que a soma dos *quasi-rents* também é superior ao total dos débitos a ser efetuados, mas o fluxo de caixa, gerado na operacionalização dos ativos, será inferior aos pagamentos de compromissos em algum período de tempo - tipicamente no curto prazo. A série de débitos pode ser dividida entre a parcela referente ao pagamento de juros e a parte de amortização do principal da dívida. Tendo em vista que o pagamento de amortização ao longo do tempo é prejudicado, as unidades especulativas necessitam de uma margem de segurança superior às

unidades *hedge*, justamente para cobrir o pagamento referente às amortizações da dívida, caso ela não deseje incorrer em novos débitos.

As unidades especulativas, portanto, além de serem vulneráveis às taxas de juros, em função da sua necessidade de renovar seus débitos, são fortes demandantes de moeda e ativos financeiros para se prevenirem contra eventuais falhas nos fluxos de caixa e também para honrar parte dos compromissos assumidos por ela. Pode-se inferir que as unidades *hedge* demandam moeda pelo motivo de precaução, enquanto unidades especulativas demandam moeda para precaução e especulação, uma vez que prevêem um comportamento das taxas de juros favorável ao financiamento de seus investimentos. Um caso típico de unidades especulativas pode ser o de uma corporação ou governo que emita títulos de curto prazo e, no vencimento, desembolsa somente o valor referente aos juros. O principal da dívida é arrolado com a emissão de novos títulos que serão utilizados para fazer face aos primeiros na data de maturação.

As unidades tipo Ponzi representam o caso extremo onde o fluxo de créditos, é inferior aos compromissos no período.

Em tal caso, os recebimentos não são suficientes para cobrir sequer o montante de juros, quanto mais o principal da dívida. Os juros pendentes são capitalizados determinando a tendência de um crescimento constante das suas obrigações.

Estas unidades são mais dependentes do comportamento das taxas de juros e também fortes demandantes de moeda.

Portanto, o investimento requer alguma forma de financiamento, mas os termos sob os quais os contratos financeiros são estabelecido está intimamente relacionada com o tipo de estrutura financeira predominante na economia a cada momento. Antes de se tomar a decisão de investir existem dois níveis de preços que devem ser conjugados: o preço dos ativos de capital e o preço da produção corrente. Este último reflete as taxas de salários, custos produtivos e margem de lucro implícitos na produção do bem correspondente ao ativo de capital. Por outro lado, o preço dos ativos de capital reflete o valor capitalizado da renda de capital corrente e futura. Estes dois conjuntos de preços igualam-se conceitualmente no preço de oferta e demanda desenvolvido por Keynes. Segundo tal visão, para que a decisão de investir se efetue, torna-se necessário que o preço de demanda seja igual ou superior ao preço de oferta do investimento.

No entanto, como já foi observado, esta condição por si só não é suficiente, uma vez que os investimentos, que serão financiados, são igualmente importantes na determinação do processo de investimento. Numa situação de início de *boom*, por exemplo, a maioria das unidades econômicas encontra-se com elevada liquidez, honrando seus compromissos com as vendas originadas pela sua própria operação, ou seja, predominam a

unidades *hedge*. Tal conjuntura tende a elevar os preços de demanda, já que as expectativas dos *quasi-rents* correspondentes são muito favoráveis, pois o montante das obrigações assumidas se mostrará relativamente pequeno.

Tal fato ocorrerá primeiramente porque, graças à elevada liquidez verificada nessa situação tão favorável, os agentes poderão se financiar praticamente sozinhos, fazendo uso de recursos internos. Além disso, a tendência das taxas de juros é de manterem-se em níveis baixos, reduzindo parte do pagamento das dívidas e influenciando favoravelmente ao investimento no preço de oferta de ativos.

3.3 As Endogeneidades do Sistema

Seguindo sua orientação, dentro de uma linha de pensamento econômico pós-keynesiana, Minsky entende que a oferta de moeda é um componente endógeno ao funcionamento do capitalismo moderno. Esta endogenia seria resultante da qualidade das relações entre bancos e capital produtivo, em função dos instrumentos financeiros existentes para servi-los.

As autoridades monetárias podem adotar uma política restritiva e conter as possibilidades de criação monetária dos bancos através da exigência de reservas, mas tais restrições podem ser compensadas por inovações financeiras.

O fator que revela o grau de estabilidade relativa do sistema financeiro capitalista, para Minsky, é a proporção de unidades, com portfólios financiados pelas modalidades *hedge*, especulativa e Ponzi, agindo dentro de determinada economia. Uma economia apresentará solidez quando a maioria dos agentes econômicos encontrar suas posições financeiras caracterizadas na forma *hedge*, ou seja, quando pequenas alterações nos fluxos de caixa, nas taxas de capitalização e nos compromissos de pagamentos, não afetarem sobremaneira a continuidade de as unidades cumprirem seus acordos financeiros.

Analogamente, uma estrutura financeira será considerada frágil quando pequenas alterações, nos fluxos de caixa ou nas taxas de juros, forem suficientes para desenvolver uma onda de insolvências dada a predominância de unidades que não possuem, em virtude de oscilações conjunturais, uma margem de segurança para defesa de seu patrimônio.

Para Minsky, o grau de fragilidade financeira de uma economia determina os termos dos contratos financeiros e, portanto, a própria capacidade de geração de investimento, obedecendo-se a relação, anteriormente exposta, entre decisões de investimento e as condições predominantes no mercado financeiro.

A Hipótese da Fragilidade Financeira destaca, enquanto processo endógeno ao sistema capitalista, a passagem de economias sólidas para frágeis. Essa Hipótese argumenta que existem alterações endógenas nas relações de fluxos de caixa, que passam de períodos de tranquilidade (utilizando um termo empregado por Joan Robinson), para mais tarde se transformarem em um sistema financeiramente frágil.

Considerando as relações entre o investimento e o mercado financeiro de um lado, e a endogeneidade das estruturas financeiras, de outro, evidencia-se como os processos financeiros são determinantes decisivos do próprio comportamento de uma economia capitalista. Todas as unidades *hedge*, especulativa ou Ponzi, são afetadas por uma mudança nos rendimentos esperados, podendo a sua queda transformar empreendimentos *hedge* e especulativos em arranjos especulativos e Ponzi, respectivamente. No entanto, a redução dos *quasi-rents* dependerá de uma diminuição dos investimentos. Minsky destaca que, numa economia com um sistema financeiro complexo e sofisticado, a dinâmica do processo de investimento está intimamente ligada às expectativas formadas neste setor. Desta forma, variações nas expectativas dos agentes financeiros repercutem numa variação do padrão de financiamento dos investimentos. Dito de outra forma, as lógicas dos agentes financeiros passam a ser um dos determinantes da dinâmica capitalista, na medida que elas possam desempenhar um papel decisivo nas variáveis relevantes das decisões de investimento.

Sistemas financeiros dominados por estruturas *hedge*, são bastante protegidos, oferecendo portanto resistência à eventualidade da ocorrência de crises financeiras. No entanto, essa solidez, em si mesma, fornece elemento para um forte estímulo ao investimento e incentiva às unidades a se envolverem em estruturas especulativas e Ponzi.

Nota-se num primeiro momento de *boom*, enquanto predominam unidades com estruturas financeiras *hedge*, que a demanda por moeda é pequena, uma vez que os rendimentos esperados estão sendo realizados e as margens de segurança, projetadas no passado, apresentam-se excessivas no presente; como resultado, surge um excesso de liquidez.

A euforia resultante de efetivação do investimento provoca um aumento no preço de demanda do investimento. Ao mesmo tempo, a realização lucrativa dos investimentos induz a uma redução na margem de segurança demandada pelas empresas. Assim, neste período se observa um excesso de liquidez nos portfólios das empresas, pronto para ser utilizado pelo sistema financeiro na forma de empréstimos.

Em síntese, o excesso de dinheiro proveniente de investimentos efetuados e lucrativos, bem como os recursos utilizados como margem de segurança, são aplicados em ativos no mercado financeiro resultando na oferta monetária que financiará

novos investimentos. No entanto, os que aplicam no mercado financeiro estão preocupados com segurança e comodidade. Nesse ambiente sobressaem-se as aplicações de curto prazo, uma vez que as flutuações no mercado financeiro, num horizonte mais restrito, serão mais facilmente detectáveis que as de longo prazo. O destino dos recursos ociosos nas unidades será as aplicações financeiras de curto prazo, resultando num crescimento da disponibilidade de fundos monetários de curto prazo para financiamento. Ou seja, os investimentos passam a crescer, porém financiados com empréstimos de curto prazo.

Com a demanda aquecida e um certo relaxamento nas margens de segurança, o mercado financeiro, na sua permanente busca do lucro, desenvolverá uma série de inovações financeiras que possibilitam o aumento da oferta de financiamento. Esta mudança eleva o volume de financiamento disponível para uma dada base de reserva. A capacidade de aumentar a disponibilidade de financiamento, em resposta a novas oportunidades de lucro, através de inovações institucionais, indica que a oferta financeira responde à demanda financeira.

Existe disposição de lucros ao alcance dos inovadores das estruturas e instituições financeiras, assim como essa disposição existe para inovadores de produtos e dos processos de produção e distribuição.

Inovações financeiras aumentam a oferta de crédito, tanto para novos investimentos como para a manutenção da produção de ativos de capital. Como no curto prazo o estoque de ativos de capital é fixo, o preço destes será inflacionado. Entretanto, o aumento da oferta financeira para investimento reduz o preço de demanda e o preço de oferta, estimulando o ritmo de investimento. Assim as inovações financeiras, que florescem enquanto oportunidades de lucros no sistema, resultam num acréscimo dos lucros agregados porque facilitam o aumento do investimento.

Todo esse movimento dinamiza o vertiginoso crescimento do investimento e dos lucros, e prepara o terreno para a mudança na qualidade dos processos. Portanto, verifica-se uma predominância de créditos de curto prazo, que será um dos fatores responsáveis pelo processo de fragilização financeira da economia ao longo do tempo. Em outras palavras, será na fase de crescimento que o sistema econômico inicia seu processo de fragilização.

Percebe-se, então, que o processo de inovações financeiras permite um diferencial entre taxas de juros de longo e curto prazo, sendo estas últimas as responsáveis pelas melhores oportunidades de lucro. Ocorre, portanto, um excesso de financiamento de curto prazo, de tal sorte que as estruturas financeiras das unidades econômicas tornam-se frágeis financeiramente.

Em verdade, no momento que a economia está com a maioria de unidades em uma posição do tipo *hedge*, seus compromissos financeiros são pagos pelo excedente resultante da sua própria produção. Quando começam a predominar unidades especulativas, parte dos pagamentos é coberta pelas *quasi-rents*, mais especificamente os juros são pagos pelo fluxo de lucros brutos, refinanciando-se a parte destinada às amortizações. Por isso, quanto maior o número de unidades especulativas, maior a importância de mercados financeiros ativos que proporcionam a sobrevivência de tais unidades. Resumindo, quando há um predomínio de estruturas especulativas ou Ponzi na economia, a demanda por financiamento torna-se praticamente inelástica, de tal forma que qualquer alteração na disponibilidade de financiamento, provocará um crescimento nas taxas de juros, repercutindo de forma contracionista no processo de investimento (quer ele esteja em execução ou em projeto), tanto pelo lado dos custos como pelo lado dos rendimentos.

"As relações financeiras podem ser caracterizadas enquanto atos cujo financiamento normal depende da crença - e o reforço dessa crença através da performance - de que o refinanciamento de dívidas de curto prazo está sempre disponível. Uma vez iniciado um *boom* de investimento, o volume de fundos demandados cresce na medida que os projetos caminham rumo à conclusão. Se em algum estágio a elasticidade da oferta

de fundos reduzir devido a uma retração no crescimento do volume de financiamento disponível nos bancos comerciais, então uma aguda elevação nas taxas de juros irá ocorrer" (5).

3.4 Rumo à Crise Financeira

Durante um período de tranquilidade surgem novas instituições e instrumentos financeiros que realimentam o *boom* expansivo, pois, segundo Minsky, aumenta a capacidade de empréstimo a curto prazo por parte dos banqueiros, intensificando o crescimento nos investimentos e, por conseguinte, um aumento nos lucros. A aparente solidez da economia reforça o estado de confiança dos agentes que, juntamente com algumas operações bem-sucedidas, levam o sistema a um desenvolvimento eufórico, baseado em financiamentos de curto prazo.

Uma expansão econômica, baseada em financiamentos de curto prazo, acaba se traduzindo em uma maior inelasticidade da demanda por financiamentos. A natureza financeira dos agentes especulativos é tal que, continuamente, eles devem refinanciar seus débitos para honrarem seus compromissos.

(5) Minsky, Hyman P., Stabilizing an Unstable Economy, New Haven, 1990, p.219.

Existe, vale ressaltar, um período de *boom* quando tanto as empresas quanto os banqueiros se envolvem numa dinâmica acumulativa, que leva à fragilização financeira da economia, e tornando as unidades económicas dependentes de uma oferta monetária elástica. Dentro dessa nova conjuntura financeira que se apresenta, fruto das aquecidas relações entre capital produtivo e intermediários financeiros, qualquer manifestação de mudança retracionista, nesses fluxos de financiamento desencadeia uma elevação nas taxas de juros e possivelmente a uma crise financeira. Ou seja, a rápida expansão dos investimentos cria o cenário propício para a germinação das crises financeiras.

No modelo de Minsky, o primeiro movimento de contração na economia não se explica pela redução nos lucros, mas por um crescimento nos débitos a uma taxa superior ao ritmo de elevação das *quasi-rents*. Levado ao longo do tempo, esse processo tende a reduzir o nível de investimentos devido ao aumento dos riscos, tanto do tomador como do fornecedor de empréstimos, que restringem a disponibilidade dos recursos para investimentos. Nesta perspectiva, a retenção de recursos financeiros pelos agentes como margem de segurança se eleva, diminuindo a disponibilidade de moeda para financiamento. Ao mesmo tempo a lucratividade dos investimentos se reduz graças à elevação da taxa de juros.

Para Minsky, o crescimento das taxas de juros, numa estrutura financeiramente frágil, acarretará diversos problemas, já que todas as unidades que necessitam de refinanciamentos, enfrentarão um aumento dos débitos superior ao crescimento dos lucros, provocando uma desvalorização em seus ativos, seguindo a passos largos, então, para a crise financeira. Posto de outra forma, a elevação das taxas de juros afeta a estrutura das dívidas, leva à queda da eficiência marginal daquele investimento e à redução do seu preço de demanda - o que pode dificultar mais ainda a rolagem das dívidas, uma vez que a própria venda do ativo enfrentará resistências no contexto criado.

Retomando as idéias de Minsky, o sistema bancário, ao longo do *boom*, na sua busca permanente de oportunidades de lucro, eleva em grandes proporções o seu volume de empréstimos, alterando inclusive suas reservas monetárias. Durante esse processo são criados diversos mercados paralelos de títulos, de sorte a se elevar a liquidez do sistema, mas tal movimento encontra certos limites porque, de outra forma, a oferta monetária se tornaria totalmente elástica. Como a oferta monetária está vinculada ao volume de capital das unidades financeiras, a tendência é de que a reciclagem de títulos, nos mercados secundários, se problematize, fazendo com que o preço dessa rolagem seja cada vez mais alto, manifestando-se também na elevação da taxa de juros nos mercados primários.

Para Minsky, as economias capitalistas são instáveis em função da forma como os investimentos são financiados, ou seja, existe uma lógica acumulativa no sistema financeiro, cuja dinâmica, ao mesmo tempo em que impulsiona o processo de investimento, cria condições para a fragilização financeira da economia, a se desdobrar em sua crise financeira. No entanto, o grau de instabilidade e o potencial da economia de reagir às crises, dependem de várias situações institucionais.

CAPÍTULO IV

Teoria e Realidade

4.1 O caso das S&Ls e A Fragilidade Financeira

O objetivo desse capítulo será retomar alguns pontos considerados relevantes na análise do pensamento *minskyano*, e enfatizar outros, tentando reconhecer nuances que possam estabelecer pontos de contato com a realidade descrita da crise das S&Ls. Mesmo que a vinculação pretendida se mostre limitada acreditamos que o marco teórico da Hipótese da Fragilidade Financeira representa uma abordagem coerente visando a elaboração mais aprofundada da questão das S&Ls, especialmente no transcorrer dos anos '80.

Para Minsky a principal razão para a ocorrência de alterações no comportamento de uma economia capitalista moderna com a evolução do tempo são as mudanças nas práticas e estruturas financeiras que se efetuam de forma intrínseca no sistema.

As práticas financeiras se desenvolvem através de compromissos de débito e crédito estabelecidos em contratos que refletem as condições e expectativas do mercado no momento em que foram negociados. Como o vencimento dos prazos das obrigações, pequenas alterações na estabilidade das variáveis macroeconômicas modificam os fluxos de caixa precipitando a evolução dos mecanismos de arranjo financeiro. Pode-se verificar esse movimento no descompasso entre as hipotecas de longo prazo a juros fixos que as S&Ls mantinham nos seus ativos e os depósitos de maior liquidez atraídos com juros elevados que as instituições se sentiam obrigadas a oferecer para manterem-se operando.

O autor não tem dúvidas a respeito da maior vulnerabilidade da economia norte-americana nos anos 1970 e 1980 em relação as duas décadas anteriores. A solidez que caracterizou as décadas de '50 e '60 configurou um legado do conservadorismo financeiro no período pós-Guerra. Essa estrutura rígida foi gradualmente substituída pela fragilidade financeira.

As fontes dessas mudanças no estado da condição econômica podem ser descobertas nas oportunidades de lucro expostas aos que inovam os procedimentos financeiros, uma vez estabelecidas as instituições que as regulam, ou seja, ao almejarem o lucro as unidades buscam práticas financeiras originais.

Diante do conteúdo proposto o surgimento dos *MMFs* exemplifica de modo adequado a inovação. Da mesma forma intervenções de ordem legislativa e administrativa por parte do Governo americano, como a desregulamentação, também representam inovações nas relações de financiamento.

A inovação faz parte do movimento que garante o dinamismo numa economia capitalista. Não se deve inibir o inédito e inesperado. As autoridades reguladoras e legisladores devem reagir com sensibilidade e tino às mudanças. Devem responder com uma atitude supervisora e intervencionista no sentido que assegurem um comportamento das instituições financeiras que contribua com a estabilidade do sistema.

Boa parte das alterações nas regras institucionais ocorrem em função de novas tecnologias e instrumentos de intermediação financeira. Conjugando com uma alta inflacionária no início da década passada, o desenrolar desses eventos forçou as *S&Ls* a agirem com mais agressividade, através do pagamento de taxas de juros superiores na busca e manutenção dos depósitos que compõem seu passivo. Entretanto, a estrutura dos seus ativos não se alterou com a velocidade necessária. As hipotecas residenciais de longo prazo de maturação à juros fixos permaneciam figurando expressivamente no portfólio das *Thrifths*.

Com isso se caracterizava o enquadramento de muitas *S&Ls* enquanto unidades especulativas, aquele em que os recebimentos excedem os desembolsos necessários para o pagamento dos juros mas são insuficientes para cobrir o principal dos compromissos assumidos. Assim as *S&L's* encontravam-se em uma posição em que necessitavam de refinanciamentos periódicos.

Ainda mais delicada é a situação de unidades Ponzi. Essas além de não manter um fluxo de entradas capaz de suprir as amortizações também incorrem em débitos maiores com a capitalização dos juros que não são pagos. Minsky afirma que experiência recentes das *S&Ls* mostrou como o incremento na estrutura das obrigações financeiras, graças ao aumento dos juros e queda nos rendimentos, pode transformar unidades especulativas em unidades Ponzi.

A desregulamentação, ao retirar o teto dos juros pagos, relaxar o padrão de capital exigido, expandia o leque de opções para investimento das *S&Ls* e estendia a garantia do governo americano sobre os depósitos, induzindo as *S&Ls* a diversificar o seu portfólio com aplicações de alto risco. Um movimento claro rumo a fragilização do sistema.

Essa etapa revelou-se decisiva para deteriorar a posição de muitas *S&Ls* que já apresentavam uma estrutura financeira especulativa. Na verdade nem o Congresso nem o Executivo dos Estados Unidos ansiavam aprofundar-se nos problemas das *S&Ls*.

Com o incentivo do espírito "pró-business" da era Reagan parecia mais sensato oferecer mais liberdade às *Thrifths* para que elas pudessem descobrir os caminhos para readquirir a solvência através do crescimento. Muitas vezes porém a tentativa dessa descoberta não era acompanhada pela responsabilidade e prudência. E nem precisava ser. A garantia oferecida aos depósitos até cem mil dólares tornava os depositantes menos atentos ao destino dado aos fundos dos *S&Ls*.

Tal conjectura possibilitou a ocorrência, mesmo que de forma limitada, de uma elevação na elasticidade da oferta de financiamentos dentro da economia, afetando positivamente na liquidez apresentada no mercado.

"A reestruturação e renegociação das dívidas é muitas vezes um esforço de transformar estruturas especulativas em *hedge* e concessões nos termos de financiamento por parte dos que emprestam poderão ser feitas no intuito de transformar unidades Ponzi em unidades especulativas. O refinanciamento e reestruturação dos débitos de entidades tão diversas quanto a Chrysler, Município de Nova York, Baldwin-United e o Brasil, que se deram na década passada são esforços para tornar o financiamento de uma organização em particular, voltada ao modo *hedge* dentro do espectro das relações financeiras" (6).

(6) Minsky, Hyman P., *Stabilizing an Unstable Economy*, New Haven, 1996, p.203.

O lançamento das bases fundamentais da estrutura que regulou o sistema bancário dos Estados Unidos se deu durante os anos da Grande Depressão. Essa estrutura não sofreu alterações substanciais até o início da década de oitenta com o fenômeno da desregulamentação. Minsky afirma com propriedade que por trás de qualquer tipo de legislação existe uma teoria que lhe confere legitimidade intelectual. A mudança das regras no caso acima reflete algum modo particular de entendimento do comportamento dos mercados e como este afeta a economia e a sociedade.

Caso o embasamento teórico que serviu de alicerce para a política econômica divergir sobremaneira da dinâmica do comportamento da economia real, as reformas apresentarão poucos resultados ou, pior ainda, terão efeitos bastante negativos.

O passar do tempo modifica o comportamento dos agentes econômicos, e a teoria que reveste a legislação e a ação das autoridades econômicas deve ser sensível e capaz de reagir diante dessas mudanças.

4.2 Porque a Crise Tem Sido Evitada

O próprio Minsky reconhece que a Hipótese da Fragilidade Financeira é pessimista (7) . Seu desenvolvimento nos leva a aceitar que a crise financeira e conseqüentemente uma depressão na economia, são fenômenos endógenos à própria dinâmica do capitalismo. Muitas das pré-condições necessárias para a aceitação dessa Hipótese podem ser verificadas, de modo mais explícito, com acontecimentos de impacto, como a crise das S&Ls nos anos 80, a dívida dos países em desenvolvimento e o *Crash* da Bolsa de Nova York em outubro de 1987. Existem também evidências estruturais da fragilidade financeira nos Estados Unidos como os tão propalados déficits gêmeos.

No entanto a economia americana do pós-Guerra não enfrentou qualquer período mais prolongado de retração mais aguda da atividade econômica, a ponto de se configurar uma Depressão nos moldes que se supõe que uma crise financeira severa irá desencadear. O porquê das previsões mais sombrias não se transformaram em realidade, tornou-se, uma questão recorrente na obra de Minsky.

De acordo com a Hipótese da Fragilidade Financeira, um colegiado de fatores endógenos agem sobre a economia em períodos

(7) Minsky, Hyman P., in Follstein, M. The Risk of Financial Crisis. Chicago, 1991, p. 203.

de tranquilidade, deteriorando as relações financeiras entre emprestadores e tomadores de empréstimo, movendo a estrutura da atividade capitalista à um estado de relativa fragilidade. A partir do momento que desponha essa estrutura frágil, a economia torna-se suscetível a crise financeira identificada com uma queda acentuada nos preços de demanda dos bens de capital.

Nesse ponto, mostra-se interessante notar que o autor "amenizou" seu discurso com o passar dos anos. A ênfase na iminência de "it" (8) (a crise financeira de grande magnitude com a quebra do sistema econômico) ocorrer com todos os efeitos previstos sobre o preço dos ativos foi paulatinamente suavizada pela preocupação em demonstrar que a fragiliação do sistema não implica necessariamente em desvalorizações do capital, mas uma maior exposição da economia à sua própria vulnerabilidade.

Situações institucionais tem abortado as crises financeiras, e elas são basicamente duas.

Primeiramente há uma diferença básica entre a economia americana dos anos '30 e dos anos '80 que torna a última mais estável: o tamanho e o peso do Governo dentro da economia. Em 1929 o Estado respondia por 3 por cento do PNB nos Estados Unidos, hoje essa proporção está em torno de um quarto. Não é fácil vislumbrar um Governo que mesmo não sendo proprietário de

(8) Refere-se ao título do livro "Can 'it' happen again?", escrito por Minsky em 1930, onde discute sobre a possibilidade da recorrência de uma estagnação completa do sistema econômico americano, nos moldes daquela que existiu entre janeiro e fevereiro de 1933.

meios de produção significativos ou prestando serviços de maior relevância, tenha tanto peso numa economia com PNB superior à 4 trilhões de dólares.

Para compreender os mecanismos que resultam nos impactos que o Governo Federal dos Estados Unidos, na sua condição de Governo de grande de proporção, exerce sobre a economia devemos classificar suas modalidades de gasto. Inicialmente existem os gastos diretos com pessoal (funcionários públicos e o contingente do exército) e com investimentos específicos nos meios de produção (casos particulares do Tennessee Valley Authority, algumas usinas nucleares e o sistema de correios entre outros). Outra modalidade de gastos se dá através da contratação de empresas privadas, para o fornecimento de armamentos ou a construção de uma rodovia, por exemplo.

Em terceiro existem as transferências, que são transações de mão única, onde as unidades que receberam pagamentos monetários ou em bens não têm o compromisso de oferecer algo em troca. Trata-se do caso de gastos com a Securidade Social, seguro-desemprego e programas de alívio econômico à setores menos privilegiados da sociedade. Por último, tem importância relevante entre as despesas do Governo o pagamento do serviço de sua dívida.

Torna-se interessante notar que o movimento de consolidação do papel do Governo na economia dos Estados Unidos

ao longo de décadas não se deve ao exercício de uma concepção de política econômica em particular. Nos anos 30 o aumento do gasto público e os meios de intervenção estatal foi, de fato, uma opção política diante dos gravíssimos problemas sociais que surgiram no rastro do *Crash* na Bolsa de 1929. Nos anos oitenta, porém, o executivo americano foi exercido por uma administração liberal que chegou a apregoar uma reviravolta no papel do Estado, com cortes nos impostos e padrões mais modestos de regulamentação.

Ironicamente essa mesma administração garantiu e expandiu o caráter de interferência do Governo na economia.

Durante a era Reagan, o déficit orçamentário crescia com a elevação dos gastos militares, e a balança comercial tornou-se desfavorável. A dívida do setor público americano passou a representar quase a metade do seu produto nacional bruto. Somente o pagamento dos juros auferidos desse montante chegava a US\$ 190 milhões, algo perto de 4 por cento do PNB. Isso representava uma alocação de recursos que, mesmo não sendo destinada aos segmentos menos favorecidos da sociedade americana, ao menos tem um mérito de estimular a demanda agregada, e através do efeito multiplicador, deve favorecer o aumento dos níveis de emprego, renda e consumo. Ao longo das últimas duas décadas o gasto governamental tem se mantido estável, sendo que a participação das transferências no PNB cresceu de 2,9% em 1970 para 12,7% em 1989. (Gráfico 4.1)

Assim a existência de um Governo de proporção significativa é condição para que a política econômica possa reagir a iminência de instabilidade na economia capitalista desenvolvida, de atitudes que elevem o déficit governamental mas garanta a lucratividade dos negócios. A expansão do déficit é uma forma de evitar o colapso dos lucros agregados dos setor privado. A possibilidade do mercado crer que suas esperanças sobre os rendimentos serão realizadas contribuem para a manutenção do valor dos ativos de capitais. No entanto, mesmo em momentos de expansão da economia a proporção dos gastos do Governo americano não tem declinado. (Gráfico 4.2)

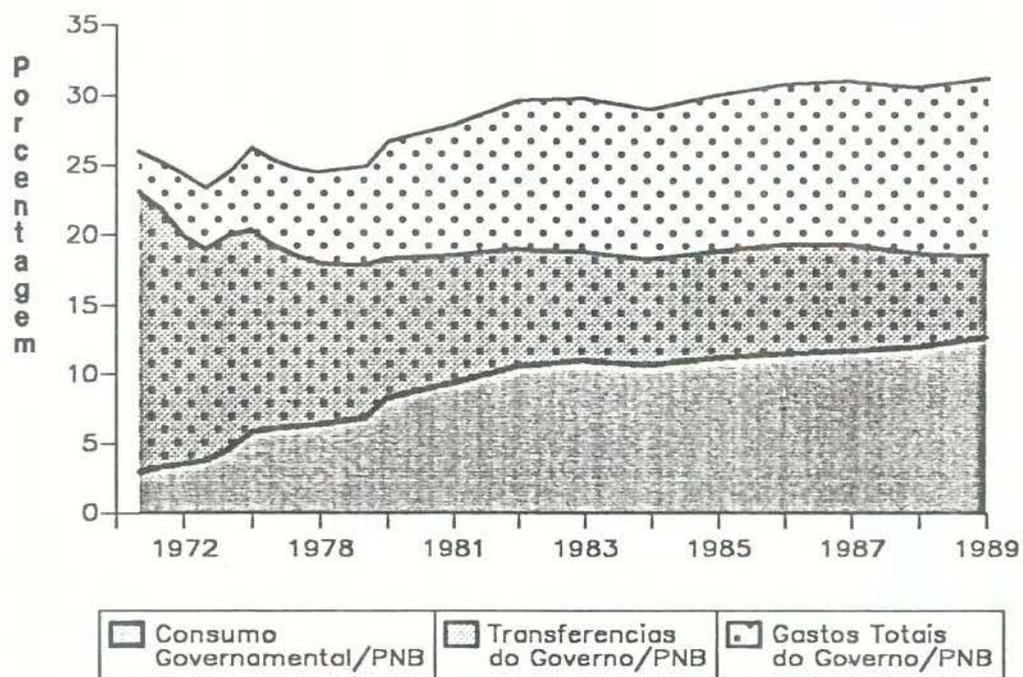
A segunda razão pela qual a crise financeira tem sido abortada se traduz na intervenção de organismos federais enquanto emprestadores de última instância que garantem a liquidez do sistema financeiro.

O *modus operandi* do *Federal Reserve System*, do *FDIC*, do *FSLIC* e a cooperação de determinadas instituições privadas demonstra como o gerenciamento criterioso das variáveis financeiras em momentos difíceis tem ajudado a afastar a instabilidade inerente ao capitalismo.

Gráfico 4.1

Estados Unidos

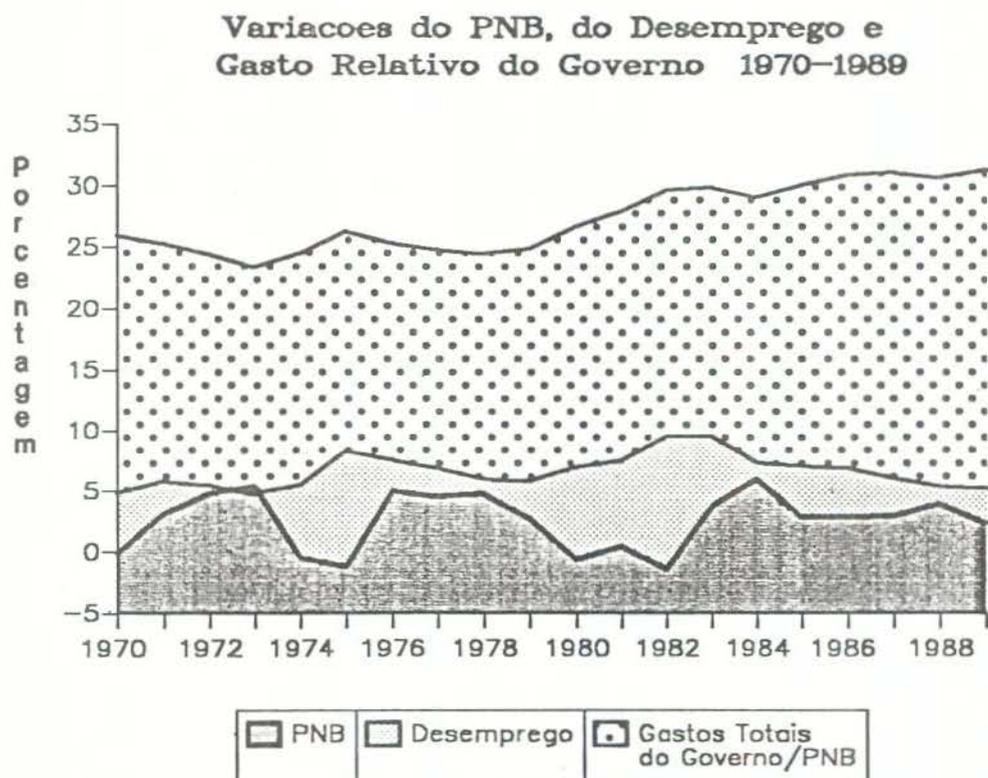
Variacoes do Gasto Governamental,
Dentre as Categorias 1970-1989



Fonte: Economic Report of the President, 1992.

Gráfico 4.2

Estados Unidos



Fonte: Economic Report of the President, 1992.



Enquanto o Governo estabiliza o produto, o emprego e os lucros através do seu enorme déficit, a intervenção do prestador de última instância auxilia na manutenção dos valores dos ativos e garante níveis superiores de solidez e segurança aos mercados financeiros.

O Governo enquanto prestador de última instância deve estar apto a agir no sentido de assegurar a disponibilidade de refinanciamento de unidades especulativas, prevenindo que a conjuntura delicada enfrentada por uma economia onde predomina essa estrutura de financiamento se degenere para um conjunto de circunstâncias onde o colapso econômico não mais possa ser evitado.

Ao agir dessa forma o Governo estará protegendo, e porque não dizer, beneficiando setores selecionados da economia. Vale ressaltar porém que tal ação torna-se essencial e fará com que seja desnecessário às unidades amparadas vender seu capital de maneira abrupta para fazer frente aos compromissos financeiros assumidos. Sempre que bancos expressivos, instituições financeiras, empresas e governos locais encontram-se numa situação em que sentem-se obrigados a desfazerem-se de seus ativos para refinar suas posições, o as autoridades federais intercederão, acomodando e mudando os rumos de uma deflação de preços causada pela queda da atividade econômica.

Caso as autoridades governamentais não respondam com eficácia e apenas observem o desenrolar das "forças de mercado", o declínio no valor dos ativos em relação ao produto será mais acentuado, refletindo em um decréscimo do investimento e do nível de emprego mais grave do que se ocorresse a intervenção. Se for permitido o avanço da crise financeira, a deflação dos bens de capital minará a capacidade saneadora das variáveis financeiras e da renda exercida pelo Governo no curto prazo. Com o transcorrer do tempo o aumento do gasto governamental produzirá a recuperação econômica, mas na ausência da intervenção enquanto prestador de última instância trará consigo perdas mais incisivas do valor dos ativos e no colapso da renda.

Portanto a atuação do Governo Federal no papel de prestador de última instância se faz necessário devido à fatores inerentes e endógenos que levam o sistema capitalista inexoravelmente a trilhar os descaminhos da instabilidade financeira.

Assim para Minsky a política econômica que regulam as práticas e operações financeiras devem considerar a postura atuante e do Governo na posição de prestador de última instância para obterem êxito na tentativa de evitar a crise financeira generalizada.

O autor observa que desde o final dos anos sessenta, a economia americana tem apresentado sinais claros de

instabilidade, com crises sucessivas de diversos setores da atividade econômica.

As particularidades da evolução do relacionamento entre bancos e indústrias está na base da vulnerabilidade do setor financeiro verificada diante da mudança de comportamento dos indicadores essenciais como a taxa de juros e a produção. Esta situação demanda instrumentos de intervenção do Estado na economia, sendo tal demanda atendida no transcorrer das décadas com o desenvolvimento de recursos regulatórios, legados da Grande Depressão que tornaram-se recorrentes no período pós-Guerra.

Exemplos mais recentes de tais instrumentos, no caso específico da crise das *S&Ls*, encontram-se nas alterações da legislação ocorridas com o *FIRREA* e o *FDICIA*, que ampliaram a capacidade de intervenção do Governo, enquanto regulador e prestador de última instância, na tentativa de contornar uma situação que poderia suscitar uma instabilidade de proporções mais drásticas no sistema financeiro.

CONCLUSÃO

Culminando com a análise desenvolvida ao longo do trabalho, podemos aferir que apesar do que deixavam transparecer as manchetes e a mídia da época, a crise das S&Ls nos anos oitenta não foi um acontecimento isolado, resultante de inúmeras ações de pilhagem, desmandos contra a poupança e a boa-fé do depositante e do contribuinte americano.

Na verdade, a crise se deu dentro de um contexto mais amplo de instabilidade inerente ao próprio desenvolvimento de uma economia capitalista avançada. Problemas estruturais graves contidos tanto na evolução da economia dos Estados Unidos na década passada, quanto nas normas que regem o sistema bancário, em particular daquele país, convergiram para que a indústria das S&Ls, como um todo, chegasse a ser ameaçada em determinados momentos.

O economista Hyman P. Minsky revela-se especialmente bem-sucedido ao apresentar uma teoria que procura explicar essa instabilidade do capitalismo, anteriormente descrita por Keynes como algo endógeno à forma pela qual se dá a dinâmica de acumulação de capital. Keynes ressaltava o aspecto volátil das

decisões de investimento e das interrelações entre a economia real e monetária, envoltos num ambiente de incerteza.

O mérito do marco *minskyano* está em abordar as idéias de Keynes através da forma pela qual o financiamento das decisões de investir ocorre. A definição de como o financiameto se efetua (*hedge*, especulativo ou Ponzi), mostra-se importante dentro da composição capaz de determinar o grau de vulnerabilidade de uma economia moderna.

Novamente, movimentos intrínsecos ao funcionamento do próprio sistema financeiro levará a sua instabilidade. Nas últimas décadas, essa instabilidade tornou-se um fato evidenciado por uma série de crises recorrente em segmentos distintos da economia americana. A razão pela qual o desenrolar desses episódios não resultou em uma crise generalizada da economia americana, e devido à pujança desta, até mesmo mundial, foi a ação pronta e firme das autoridades monetárias em prover liquidez ao sistema em momentos críticos.

A cada intervenção do *Federal Reserve*, e de outras autoridades financeiras federais, ocorre uma transferência de recursos do Estado para garantir os lucros do setor privado. Tal movimento eleva o já monumental déficit americano, mas valida as expectativas dos agentes com relação à rentabilidade dos investimentos realizados, postergando uma possível queda no valor dos ativos de capital que levaria à crise mais violenta.

As ações interventoras configuram um, por assim dizer, "reconhecimento" das autoridades de que a abstenção detonaria a crise.

Ao privilegiar em sua síntese o caráter financeiro da instabilidade e da incerteza, não significa que Minsky negligencie aspectos reais da economia. Muito pelo contrário, o interesse despertado pela obra desse autor se deveu muito à relevância concedida à evolução dos instrumentos de intermediação financeira e à realidade do mundo que nos cerca. Seu raciocínio procura evidenciar o fato de que no momento histórico atual os aspectos financeiros detêm a alavancagem da dinâmica capitalista, em virtude de suas características institucionais.

Não cabe reconstruir, nessas notas finas, a trajetória, essencialmente turbulenta nos últimos anos, das S&Ls, enquanto instituição. Essa tarefa foi desenvolvida anteriormente e poderia tornar-se repetitivo retomá-la. Sua análise, no entanto, nos leva a descobrir alguns pontos de contato com a Hipótese da Fragilidade Financeira, concebida por Minsky, principalmente no que tange às práticas financeiras originais e à deterioração da forma pela qual as unidades são financiadas.

Afirmar, todavia, que podemos usar o caso das S&Ls para rejeitar, ou não, a validade dos trabalhos mais conceituais de Minsky, seria fora de propósito. Mesmo porque a teoria *minskyana*

não serve para que dela se extraia um modelo capaz de justificar e antever, com precisão econométrica, a ocorrência de crises como a das *S&Ls*, dos bancos comerciais, da Bolsa de Valores em 1987, do *Franklin National Bank*, do *Continental Illinois Bank*, das dívidas dos países do Terceiro Mundo, etc.

Minsky advoga a atuação ajustadora das instituições governamentais rumo a uma postura reguladora e supervisora capaz de direcionar os agentes a compor um momento mais estável e próspero na medida que a economia avança. Um postura decidida que combata as causas estruturais, e não se limite a uma revisão moralista, que os desvios éticos, tão familiares do anos '80, despertam.

Diante de uma posição assim, as *S&Ls* possuíam uma chance de encontrar seu caminho.

BIBLIOGRAFIA

1. ADAMS, James R., The Big Fix, Inside the S&L Scandal, John Wiley & Sons, Inc., New York, 1991.
2. BARRH, James R. e RUGALIA, Martin A., The Financial Impact of Regulation in the Savings and Loan Industry, in The Financial Service Revolution, Ed. by England & Haertel, pp 113-161.
3. BEIM, David O., Beyond the Savings-and-Loan Crisis, in The Public Interest, Spring, 1989, pp 89-94.
4. BRUMBAUCH, R. Dan, Jr., CARRON, Andrew S. e LITAN, Robert E., Cleaning Up the Depository Institutions Mess, in Brookings Papers on Economic Activity, Brookings Institution, Washington D.C., 1989, pp 242-295.
5. BRUMBAUCH, R. Dan, Jr., e SCOTT, Kenneth E., A Political Logjam Still Blocks Banking Reform, in Challenge, vol. 35, nº 2, March/April, 1992, pp 35-41.
6. BRUMBAUCH, R. Dan, Jr., e LITAN, Robert E., The Banks Are Worse off Than You Think, in Challenge, vol. 33, nº 1, January/February, 1990, pp 4-18.
7. CARVALHO, Fernando C., Resenha de "Stabilizing and Unstable Economy", in Pesquisa e Planejamento Económico, vol 17, nº 1, abril, 1987, pp 257-264.
8. ECONOMIC REPORT OF THE PRESIDENT: The S&L Crisis, U.S. Government Printing Office, Washington, February 1991, pp 167-174.
9. ECONOMIC REPORT OF THE PRESIDENT, U.S. Government Printing Office, Washington, January 1989.

10. ECONOMIC REPORT OF THE PRESIDENT, U.S. Government Printing Office, Washington, February 1992.
11. EICHLER, Ned, The Thrift Debate, University of California Press, Berkeley, 1989.
12. FISHER, Robert, No New Taxes for the S&L Bailout, in *Challenge*, vol. 34, no 2, March/April, 1991, pp 34-38.
13. GALBRAITH, James K., Balancing Acts, Basic Books, Inc., Publishers, New York, 1989.
14. GORDON, John Steele, Understanding the S&L Mess, in *American Heritage*, February/March 1991, pp 49-53.
15. GREIDER, William, Secrets of the Temple, Simon and Schuster, New York, 1987.
16. GUILLÉN, Arturo R., La Fase Deflacionaria de la Crisis y la Recesión Actual, in *Investigación Económica*, Universidad Autónoma de México, no 199, Marzo 1992, pp 149-182.
17. KANDIR, Adriana C., Hyman P. Minsky, Um Estudo Sobre a Hipótese da Fragilidade Financeira, Dissertação de Mestrado apresentada à FEA-USP, São Paulo, 1990.
18. KANE, Edward J., Taxpayer Loss Exposure in the Bank Insurance Fund, in *Challenge*, vol. 36, no 2, March/April 1993, p. 43-49.
19. KANE, Edward J., The Bush Plan in no Cure for the S&L Insurance Malady, in *Challenge*, vol. 32, no 6, November/December, 1989, pp 39-43.
20. KANE, Edward J., The Unending Deposit Insurance Mess, in *Science*, vol. 246, October 27, 1989, pp 151-156.

21. KRUGMAN, Paul., The Age of Diminished Expectations: US Economic Policy in the 1990s, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 1990.
22. LITAN, Robert F., Remedy for S&L's Operation "Lean Sweeps", in *Challenge*, vol. 33, nº 6, November/December, 1990, pp 26-32.
23. MAYER, Martin., The Greatest-Ever Bank Robbery, Collier Books, MacMillan Publishing Company, New York, 1992.
24. MIRANDA, José Carlos R., e TEIXEIRA, Aloísio, A Economia Mundial no Limiar do Século XXI: O Cenário Mais Provável, Convênio IPT/FECAMP, Documento Final nº 1, mimeo, UNICAMP, Campinas, 1990.
25. MINSKY, Hyman P., Back from the Brink (interview), in *Challenge*, vol 31, nº 1, January/February 1988, pp 22-28.
26. MINSKY, Hyman P., Community Development Banks: An Idea in Search of Substance, in *Challenge*, vol. 36, nº 2, March/April, 1993, pp 33-41.
27. MINSKY, Hyman P., Financial Structures: Indebtedness and Credit, in BARRERE, Alain (ed.), *Money Credit and Prices in Keynesian Perspective*, pp 49-70.
28. MINSKY, Hyman P., Profits, Deficits and Instability: A Policy Discussion, in PAPADIMITRIOU, Dimitri B. (ed.), *Profits and Instability*, MacMillan Publishing Company, New York, 1992.
29. MINSKY, Hyman P., Stabilizing an Unstable Economy, Yale University Press, New Haven, 1986.
30. MINSKY, Hyman P., The Financial Instability Hypothesis: A Clarification, in Feldstein, Martin, *The Risk of Economic Crisis*, The University of Chicago Press, Chicago, 1991, pp 158-166.

31. MOLLO, Maria de Lourdes Rollemberg, Instabilidade do Capitalismo, Incerteza e Papel das Autoridades Monetárias: Um Leitura de Minsky, in Revista de Economia Política, vol. 8, nº 1, janeiro/março de 1988, Editora Brasiliense, pp 100-123.

32. *OECD-Economic Surveys, United States, Financial Markets: Innovation and Stability*, Organisation for Economic Co-Operation and Development, Paris, 1988, pp 75-106.

33. *OECD-Economic Surveys, United States, The Health of the Financial System*, Organisation for Economic Co-Operation and Development, Paris, 1989, pp 37-41.

34. *OECD-Economic Surveys, United States, Defects in Budgetary Control*, Organisation for Economic Co-Operation and Development, Paris, 1990, pp 70-75.

35. *OECD-Economic Surveys, United States, Banking Reform*, Organisation for Economic Co-Operation and Development, Paris, 1991, pp 47-66.

36. *OECD-Economic Surveys, United States, The Structural Reform Agenda: Banking and Trade*, Organisation for Economic Co-Operation and Development, Paris, 1992, pp 67-80.

37. ROBERTS, Paul Craig, The Supply-Side Revolution, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts, 1984.

38. ROBINSON, Michael A., Overdraun, The Bailout of American Savings, Plume Books, New York, 1990.

39. ROSSI, Rafael N., O Crash na Bolsa de Valores de Nova York em 1987, Monografia apresentada ao Instituto de Economia da UNICAMP, Campinas, 1992.

40. SHERRILL, Robert, The Looting Decade: S&Ls, Big Banks and Other Triumphs of Capitalism, in The Nation, vol. 251, November 19, 1990, pp 589-623.