



Texto para Discussão 004 | 2020

Discussion Paper 004 | 2020

Regulação Financeira em Minsky: Restrição de Sobrevivência, Instabilidade Financeira e Regulação Dinâmica

Minsky on Financial Regulation: Survival Constraint, Financial Instability and Dynamic Regulation

Ernani Teixeira Torres Filho

Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro.

E-mail: ernanit@hotmail.com.

Norberto Montani Martins

Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro.

E-mail: norberto.martins@ie.ufrj.br

This paper can be downloaded without charge from

<http://www.ie.ufrj.br/index.php/index-publicacoes/textos-para-discussao>

Regulação Financeira em Minsky: Restrição de Sobrevivência, Instabilidade Financeira e Regulação Dinâmica¹

Minsky on Financial Regulation: Survival Constraint, Financial Instability and Dynamic Regulation

Maio, 2020

Ernani Teixeira Torres Filho

Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro.

E-mail: ernanit@hotmail.com.

Norberto Montani Martins

Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro.

E-mail: norberto.martins@ie.ufrj.br

Resumo

Este artigo parte de *insights* de Minsky para apontar a importância da “restrição de sobrevivência” na gênese da regulação financeira. Nossa análise centra-se nas contribuições do autor a partir da sua visão centrada nos fluxos de caixa, na Hipótese da Instabilidade Financeira e em suas análises sobre a experiência norte-americana. O risco de um colapso sistêmico, levou o Estado capitalista moderno, na prática, a suspender a aplicação da penalidade relacionada à restrição de sobrevivência – a falência – aos bancos comerciais e aos atores financeiros mais importantes. Essa medida é operada por meio de instituições que atuam como gigantescos colchões públicos de segurança, a exemplo dos fundos garantidores de depósitos e do banco central na qualidade de prestador de última instância. Essa suspensão, em contrapartida, permitiu que esses agentes financeiros pudessem, na busca por lucros, tomar decisões alocativas ainda mais arriscadas, aumentando o nível de fragilização que poderiam tolerar. . Para mitigar esse comportamento adverso o governo passou a regular o sistema financeiro,

¹ O autor agradece ao apoio financeiro da Fundação Carlos Chagas Filho de Amparo à Pesquisa do Estado do Rio de Janeiro (Faperj) nos estágios iniciais dessa pesquisa.

determinando limites que, em princípio, deveriam emular o comportamento que esses agentes deveriam ter caso ainda estivessem sujeitos à restrição de sobrevivência. Mesmo assim, a experiência histórica mostra que a regulação financeira não foi capaz de evitar que a contradição entre estabilidade financeira e o objetivo de lucro, movendo os agentes financeiros na direção de crises sistêmicas.

Palavras-chave: Minsky; Restrição de Sobrevivência; Sistema Financeiro; Regulação Financeira; Instabilidade Financeira.

Classificação JEL: G00; G01; G18; G21; G28.

Abstract

This article focus on Minsky's insights to point out the importance of the ' survival constraint' in the genesis of financial regulation. Our analysis highlights the author's focus on cash flows, the Financial Instability Hypothesis, and the US experience. The risk of a systemic collapse led the modern capitalist state, in practice, to suspend the enforcement of the penalty related to the survival constraint- bankruptcy - on commercial banks and other important financial actors. This measure is managed by institutions that act as large public backstops, such as deposit insurance funds and the central banks, as a lender of last resort. This suspension allowed relevant financial agents, in the pursuit of profits, to make riskier allocative decisions, increasing the level of financial fragility they could tolerate. To mitigate moral hazard behavior, governments regulated the financial system, determining limits that should emulate the response that these agents should have if they were still subject to the survival constraint. Even so, history shows that financial regulation has not been able to prevent the contradiction between financial stability and the objective of profit, which moves inexorably financial systems towards crises.

Keywords: Minsky; Survival Constraint; Financial System; Financial Regulation; Financial instability

JEL Classification: G00; G01; G18; G21; G28.

1 Introdução

Hyman Minsky é um economista ainda pouco conhecido. Sua obra normalmente adquire alguma notoriedade nos momentos de graves crises financeiras. Nessas ocasiões, sua Hipótese da Instabilidade Financeira (HIF) é saudada como uma teoria que permite explicar como os mercados financeiros são capazes de gerar recessões fortes e prolongadas, em lugar de um processo de auto-ajustamento previsto pelos pensadores econômicos do *mainstream*. Na Crise de 2008, alguns analistas chegaram a retomar a importância de suas contribuições, denominando o evento de um “momento Minsky” (Cassidy, 2008). Entretanto, tão logo a crise foi superada, esse momento se dissolveu e com ele o interesse pela vasta obra do autor, que apresenta contribuições que transcendem a preocupação com a tendência do sistema capitalista a gerar crises periódicas.

O presente artigo se propõe a preencher uma das lacunas presentes na literatura minskyana: apresentar, de forma mais abrangente e sistematizada, seu pensamento com relação à regulação financeira. Para os economistas familiarizados com obra de Minsky, esse tema é uma consequência inevitável da HIF. Essa hipótese destaca que, quando um ambiente econômico estável se prolonga no tempo, credores e devedores, no afã de obter lucros, tendem a adotar estruturas financeiras cada vez menos robustas. Haveria assim uma incompatibilidade entre a busca incessante do lucro e a estabilidade financeira.

Minsky tinha uma visão muito particular de como o sistema de mercado funciona. Do seu ponto de vista: “capitalism is essentially a financial system and the peculiar behavioral attributes of a capitalist economy center around the impact of finance upon system behavior” (Minsky, 1967: 33). Nesse sistema, todas as unidades econômicas precisam gerenciar seus fluxos de caixa e seus balanços de modo que a quantidade de dinheiro sob seu comando seja sempre igual ou maior que suas despesas correntes. Caso não consigam atender a essa norma, se verão obrigadas a enfrentar uma forte penalidade, que ameaça sua própria sobrevivência: a falência ou pelo menos os embaraços decorrentes desse tipo de ação judicial. Por esse motivo, Minsky chamou essa regra universal de “restrição de sobrevivência” (Minsky, 2005: 96). A literatura pós-keynesiana quase não faz menção a esse conceito. Por exemplo, em obras importantes como *The Elgar Companion to Hyman Minsky* (Papadimitriou; Wray, 2010) e *Why Minsky Matters* (Wray, 2017) inexistem

única referência a essa expressão. Raras exceções podem ser encontradas em Mehrling (1999) e em Nielson (2019).

Neste artigo, buscamos explicitar que o conceito de “restrição de sobrevivência” está na base do pensamento de Minsky sobre regulação financeira, inclusive no que diz respeito à sua abrangência, mecanismos operacionais e limitações. O restante do trabalho está dividido em três partes. A primeira seção apresenta os principais elementos das três teorias mais aceitas sobre regulação financeira, com o objetivo de estabelecer uma base de comparação para contrastar com os insights minskyanos. A segunda aborda a visão de Minsky sobre regulação financeira, a partir do conceito de restrição de sobrevivência e, da hipótese da instabilidade financeira, incorporando uma releitura sobre o sistema monetário e. Finalmente, na última parte apresentamos as s conclusões do artigo.

2 Três visões sobre regulação financeira

Na teoria econômica, o tratamento da regulação financeira² encontra fundamentação em três principais abordagens. Uma primeira chama a atenção para os “custos de transação” dos mercados financeiros. Esses entraves incluem, por exemplo, as despesas com a redução de contratos e as taxas e tarifas cobradas pelas instituições financeiras (Fiani, 2013). A segunda, formulada pelos novo-keynesianos³, dá relevância aos efeitos negativos das “falhas de mercado”. Essas falhas acontecem quando os preços sinalizados pelos mercados não resultam na alocação mais eficiente possível, devido a desvios em relação à informação perfeita ou às demais premissas necessárias ao equilíbrio⁴. Uma terceira corrente, formado por pós-keynesianos, questiona a hipótese da tendência ao equilíbrio assumida pelas abordagens anteriores e destaca o papel disruptivo exercido pela incerteza, uma vez que o próprio funcionamento do sistema econômico pode levar endogenamente a uma crise financeira de graves proporções.

Embora as duas primeiras abordagens enfatizem elementos distintos, ambas compartilham visões similares sobre o funcionamento do sistema financeiro e o racional para a regulação financeira e, por esse motivo, serão tratadas conjuntamente nesta seção, à exemplo de Levine (2005). Ambas afirmam que o sistema financeiro tem o papel precípuo de promover a alocação mais eficiente dos recursos. Isso por que esses mercados operam em um ambiente marcado por fricções – ou custos – transacionais ou

² Por regulação financeira compreende-se as atividades de criação e atualização de um livro de regras, de supervisão, monitoramento e/ou fiscalização do comportamento dos participantes de mercado sujeitos às regras em questão e das sanções e medidas para assegurar o cumprimento dessas regras (*enforcement*) (Yazbek, 2007: 180).

³ Essa corrente de economistas se diferencia dos chamados “velhos” keynesianos por não aceitarem a síntese neoclássica, que interpreta a obra de Keynes como uma macroeconomia essencialmente neoclássica, mas com rigidez de salários.

⁴ As falhas de mercado são situações que violam a chamada eficiência de Pareto. No esquema de equilíbrio geral neoclássico, a livre mobilidade dos fatores de produção, a informação perfeita e o atomismo das unidades econômicas levam a que o mecanismo de demanda e oferta estabeleça preços de equilíbrio ótimos do ponto de vista social. Neste caso, qualquer aumento extra na utilidade de um agente específico somente pode ser atingido às expensas da utilidade de outro agente, o que chamamos de eficiência no sentido de Pareto. Com as fricções mencionadas, as condições de mercado deixam de atender às premissas necessárias para o equilíbrio neoclássico.

informativos, que colocam naturalmente em xeque o equilíbrio de Pareto, obtido pela interação direta entre investidores e tomadores⁵. A existência de instituições financeiras seria, portanto, uma resposta do próprio mercado no sentido de mitigar essas fricções. Esses atores agregariam valor à sociedade por meio da redução de custos, do monitoramento das ações dos demais agentes do mercado e da promoção de uma gestão mais eficiente das transações (Stiglitz, 1989; Levine, 2005).

A existência de intermediários financeiros, porém, não é um fator suficiente para eliminar essas fricções e, além disso, pode introduzir outros tipos de problemas, como, por exemplo, a acentuação das assimetrias informativas e a presença de concorrência imperfeita. Assim, os mercados financeiros e de capitais engendrariam novas “falhas” (Ledyard, 2008) e, até mesmo, vir a ser uma fonte de crises, com impactos disruptivos sobre o funcionamento do sistema econômico como um todo⁶.

A ação do governo no sistema financeiro é assim necessária para corrigir e aprimorar a capacidade de o mercado captar e alocar recursos (Stiglitz, 1989). Essa intervenção deve, no entanto, ser adaptada às falhas específicas que visa corrigir. As opções, portanto, são variadas, sendo a regulação uma dentre as várias formas de intervenção estatal:

Government actions include creating and *regulating financial market institutions*, intervening in these institutions through other than regulatory means, and intervening directly in the capital market (providing direct loans). In addition, many government policies, including those pertaining to taxes, bankruptcy, and accounting, have an intentional or unintentional effect on financial markets. (Stiglitz, 1994: 32; grifos nossos)

⁵ Seria assim uma característica “técnica” e intrínseca desse mercado, semelhante ao impacto negativo que a poluição do petróleo exerce sobre o meio ambiente, mas que podem ser minimizados através do uso de “tecnologias” apropriadas e da ação do Estado (regulação).

⁶ Um exemplo clássico é o caso das corridas bancárias, quando os problemas individuais de um banco são percebidos como um problema do sistema bancário, desencadeando uma corrida pela conversão de depósitos à vista em moeda.

Se a regulação financeira se justifica a partir da necessidade de corrigir as falhas de mercado⁷, seu papel deve, ser essencialmente corretivo, com foco na “eradication of the disruptive behavior of bad actors or mismanaged financial institutions” (Kregel, 2014: 218). Se, por exemplo, o problema são as assimetrias informacionais entre os acionistas e os gestores de uma companhia aberta, a solução seria ampliar a divulgação de informações da empresa para municiar os investidores. Se a questão é a possibilidade de a falência de um banco gerar dúvidas sobre a resiliência do sistema financeiro, o remédio seria, por exemplo, estabelecer requerimentos de capital próprio que permitam que esses agentes se exponham menos a riscos.

Os objetivos essenciais da regulação, assim, estariam relacionados à preservação da estabilidade sistêmica, à manutenção da solidez das instituições financeiras e à proteção dos consumidores de produtos e serviços financeiros (Llewellyn, 1999:9)⁸. A partir desses objetivos, a regulação se dividiria em três categorias: sistêmica, prudencial e de conduta. A primeira trata essencialmente da correção das externalidades e internalização dos problemas e riscos a elas associados, visando a proteção do sistema *como um todo* (Yazbek, 2007: 190). A segunda promove a correção de assimetrias informacionais e problemas de agente-principal associados às instituições financeiras *individuais* – mesmo que, por vezes, impliquem dispositivos similares aos da regulação sistêmica, como requerimentos de capital (Goodhart et al., 1998: 5). Por fim, a terceira categoria enfoca a *proteção de clientes e contrapartes* envolvidos nas transações financeiras e visa a propiciar a conduta adequada dos participantes de mercado (Goodhart et al., 1998: 6-8).

Originalmente, a regulação prudencial tratava principalmente das ações individuais de bancos e de outros intermediários financeiros. Era, assim, essencialmente *microprudencial*, dando pouca atenção às relações que as instituições financeiras mantêm

⁷ Alternativamente, parte da literatura sobre custos de transação sugere a necessidade de regulação por um agente governamental como uma forma de economizar custos de transação relacionados ao monitoramento dos mercados financeiro e de capitais. Ao invés de cada agente monitorar individualmente os demais, centraliza-se a atividade em um só agente (Goodhart et al., 1998: 9-10; Yazbek, 2007: 37-40).

⁸ Outro objetivo está associado à manutenção de condições equânimes de concorrência e à proteção contra monopólios/oligopólios, consubstanciada na regulação antitruste. Esta discussão, contudo, é mais profunda e nem sempre envolve somente os reguladores do sistema financeiro. Ver Goodhart et al. (1998: 4).

entre si ou entre esse conjunto de agentes e o ambiente em que operam. Após o *crash* de 2008 estas relações ganharam relevância, fazendo com que surgisse uma abordagem mais centrada em medidas *macroprudenciais*, que afetassem horizontalmente as instituições financeiras. Um exemplo de medidas dessa natureza foi a introdução de colchões de capital anticíclicos (Brunnermeier et al., 2009). Com isso, as regulações sistêmica e prudencial passaram a se confundir cada vez mais.

Em contraponto às concepções das teorias de custos de transação e falhas de mercado, a visão pós-keynesiana sobre regulação financeira tem como ponto de partida a crítica aos pressupostos teóricos associados a essas correntes. Os autores pós-keynesianos tomam por base as contribuições de Keynes, Schumpeter e Minsky e concebem um papel ambíguo para o sistema financeiro em uma economia monetária de produção sujeita à incerteza⁹.

Para os pós-keynesianos, o sistema financeiro não é apenas um mecanismo que provê eficiência à alocação de recursos. Sua função é mais ampla e inclui a provisão de liquidez e de crédito de curto prazo, além de recursos de longo prazo para apoiar investimentos. Prover liquidez é uma atividade que depende da visão subjetiva com relação a um futuro incerto de atores privados, como os investidores do mercado de capitais e os bancos. Essas expectativas podem colapsar subitamente e produzir uma retração que promova a contração da atividade econômica. Desse modo, o sistema financeiro pode promover instabilidade financeira e o colapso da demanda efetiva.

Essa abordagem abre espaço para que as crises sejam apreciadas como acontecimentos relativamente frequentes, que são gestados endogenamente na operação regular dos sistemas financeiros. Esse problema não é um simples subproduto de fricções transacionais ou informacionais, mas o resultado de sérias dificuldades de coordenação, amplificadas pelas dificuldades em tomar decisões em um ambiente marcado pela incerteza em relação ao futuro (Keynes, 2007: Capítulo 12).

⁹ Sobre o conceito de economia monetária de produção, ver Carvalho (1992).

O ponto de partida desse grupo de pensadores é a teoria de preferência pela liquidez. Empresas que decidem investir sabem que enfrentarão uma dificuldade no presente para financiar essas despesas apenas com sua própria geração corrente de caixa. Se optarem por contratar um empréstimo, postergarão esse entrave para o futuro envolvendo três dimensões diferentes: demanda por caixa, taxa de juros e reservas líquidas dos agentes envolvidos direta ou indiretamente na transação (Carvalho, 1992: Capítulo 8).

Keynes descreveu esse processo da seguinte maneira:

The entrepreneur when he decides to invest had to be satisfied on two points: firstly, that he can obtain sufficient short-term finance during the period of producing the investment; and secondly, that he can eventually fund his short-term obligations by a long-term issue on satisfactory conditions. Occasionally he may be in a position to use his own resources or to make his long-term issue at once; but this makes no difference to the amount of 'finance' which has to be found by the market as a whole, but only to the channel through which it reaches the entrepreneur and to the probability that some part of it may be found by the release of cash on the part of himself or the rest of the public. (Keynes, 1937: 664)

Para Keynes, a demanda de moeda para investimento – que ele denominou motivo financeiro (*finance*) – é principalmente atendida por um fundo rotativo em dinheiro, operacionalizado pelo sistema bancário. Entretanto, quando as decisões de investimento ganham escala, esse volume de moeda disponível já não é suficiente para atender a essa demanda, tornando-se necessário que os bancos ampliem as facilidades de crédito a esses clientes, aumentando em consequência a quantidade de moeda em circulação.

É por esta razão que Keynes afirma que os bancos detêm “a key position in the transition from a lower to a larger scale of activity” (Keynes, 1937: 668). Se as instituições emissoras de depósitos à vista (ou o banco central) optarem por não validar a demanda extra de dinheiro para investimento, as taxas de juros subirão e os investidores terão que cancelar parte de suas decisões de investimento. Se, pelo contrário, estiverem otimistas, aumentarão seus empréstimos. Ademais, se o ciclo de investimento durar e os indicadores mostrarem que a saúde financeira de seus clientes melhorou recentemente, os bancos

tenderão a reduzir as margens de segurança que demandam nos empréstimos, permitindo a originação de investimentos suportados por estruturas financeiras cada vez menos robustas.

Os bancos tomarão essas decisões com base na sua preferência de liquidez a cada momento. Contudo, as decisões de alocação de portfólio são apenas uma parte da história. Os bancos também administram ativamente seus passivos, buscando atrair depósitos e obter formas de financiamento (e.g. letras financeiras) que permitam sua expansão e proporcionem um posicionamento mais relevante nos mercados (Chick, 1992). Com isso, mantém-se em franca competição, de onde se originam os incentivos para introdução de inovações financeiras como, por exemplo, a criação de novos instrumentos para obter recursos. Portanto, para os pós-keynesianos, as instituições bancárias são concebidas não como meros intermediários, mas como entidades que *administram ativa e dinamicamente seus balanços* (Paula, 2014).

Como resultado da incerteza e da própria dinâmica concorrencial bancária, as decisões de cada banco levam em conta não só sua preferência pela liquidez, mas também o que está sendo feito pelos concorrentes. Em outras palavras, pode-se dizer que há uma interdependência estratégica entre o comportamento de um banco e o dos demais (Alves Jr., Dymski e Paula, 2007). Mas, ainda assim, os resultados em termos de demanda efetiva e, principalmente, de fragilidade financeira são consequências de decisões *descoordenadas*, motivadas: por expectativas individuais de lucros futuros, a partir de um determinado grau de confiança; e pelo incentivo individual de expansão e de buscar uma posição estratégica de maior destaque nos mercados relevantes. Portanto, dada complexidade desse processo, as decisões finais dos bancos podem acabar sendo disfuncionais para a economia.

O nível dessa disfuncionalidade irá depender de como as duas dimensões mencionadas acima – demanda efetiva e fragilidade financeira – se relacionam ao longo do tempo. Como afirmam Hermann e Paula (2014:10), isso dependerá da interação entre a dimensão *keynesiana*, associada ao problema do financiamento dos investimentos, e a dimensão *minskyana*, associada à manutenção de níveis de fragilidade financeira reduzidos. O sistema econômico poderá conviver durante períodos relativamente longos com uma

fragilidade crescente do sistema financeiro, mas eventualmente essa disfuncionalidade poderá acarretar consequências negativas mais sérias.

O problema, neste caso, não emerge de falhas de mercado passíveis de correção, mas de uma condição *estrutural* dos mercados financeiro e de capitais: a gestão *privada* descoordenada da liquidez em um ambiente de incerteza. Os próprios dispositivos desenvolvidos pelos agentes econômicos para lidar com elementos como a incerteza e a descoordenação – por exemplo, a preferência pela liquidez e as convenções – têm resultados limitados (Hermann, 2011: 10).

Nesse cenário, a intervenção estatal surge como um meio de promover a funcionalidade¹⁰ dos sistemas financeiros e mitigar a possibilidade de ocorrência de eventos extremos. É uma necessidade permanente. Trata-se de uma condição *sine qua non*, ou os sistemas financeiros deixarão de ser funcionais ao desenvolvimento econômico. As formas de intervenção são variadas e buscarão atender às duas dimensões explicitadas acima. Por exemplo, a criação de mecanismos de direcionamento de crédito pode ser um relevante instrumento no que tange à chamada dimensão keynesiana. Já a regulação financeira aparece nesta literatura como uma forma de intervenção associada à dimensão minskyana, ou seja, aos riscos decorrentes da HIF (Hermann; Paula, 2014).

A regulação financeira seria assim a “imposição de limites à livre escolha das instituições financeiras quanto à alocação e aos custos dos recursos que administram” (Hermann, 2011: 408). Ela é adaptada ao objetivo de mitigar a fragilidade financeira e evitar que o aumento da fragilidade sistêmica se materialize em uma grande crise financeira. Portanto, a dimensão *sistêmica* da regulação é central para esta abordagem (Carvalho, 2010: 14).

Carvalho (2015: 109-111) delinea o que considera ser os cinco pilares de uma estratégia pós-keynesiana de regulação sistêmica. O primeiro deles seria controlar a alavancagem, os descasamentos de maturidade dos balanços e as margens de segurança das instituições

¹⁰ De acordo com Studart (1965:64): “A financial system is functional to the process of economic development when it expands the use of existing resources in the process of economic development with the minimum possible increase in financial fragility and other imbalances that may halt the process of growth for purely financial reasons”.

financeiras. Isso corresponderia, em última análise, a “frear os incentivos que levam bancos, outras instituições financeiras e mercados financeiros em geral a extrapolar os limites ou a se expor a riscos que não compreendem” (IBASE, 2010: 22-23). A regulação deveria se concentrar tanto no comportamento individual, quanto no coletivo das instituições financeiras durante os ciclos econômico-financeiros. Seu objetivo seria o de contrabalançar forças de mercado desestabilizadoras, impondo limites operacionais, como requerimentos de liquidez e regras prudenciais em geral. Assim, ela abarcaria as dimensões micro e macroprudenciais mencionadas anteriormente.

O segundo pilar seria aplicar este tipo de regulação não só aos bancos, mas também a outros participantes dos mercados de capitais, que ganharam crescente importância ao longo do tempo. O terceiro seria reverter a chamada “privatização” da regulação (autorregulação) e trazer de volta o Estado para o protagonismo nesse campo. Neste caso, reconhece-se que a evolução da política regulatória pautada na abordagem das falhas de mercado e dos custos de transação acabou por delegar aos agentes privados e aos “mercados” responsabilidades excessivas, particularmente no que tange à administração de riscos pelos bancos. (Carvalho, 2005; IBASE, 2010).

O quarto pilar, diretamente ligado ao terceiro, seria reconhecer que a disciplina de mercado, no melhor dos cenários, desempenha um papel coadjuvante para assegurar a estabilidade sistêmica. A divulgação de informações e o julgamento de investidores são mecanismos insuficientes para induzir o sistema financeiro a alcançar resultados mais funcionais. Por fim, o quinto pilar consiste em reconhecer que as instituições vão estar constantemente inovando e tentando contornar as regras fixadas pelo governo. Portanto, deve-se levar em consideração que nenhum conjunto específico de regras será ótimo e imutável, independente das circunstâncias: a regulação deve ser dinâmica¹¹.

¹¹ Cabe mencionar que alguns autores pós-keynesianos também ressaltam a necessidade de que a regulação opere para prevenir fraudes e comportamentos nocivos aos clientes e contrapartes, incluindo em suas considerações a necessidade de regulação de conduta (Almeida; Freitas, 1999; Carvalho, 2010: 14; Carvalho et al., 2015: 282)

3 A visão minskyana da regulação financeira

A leitura pós-keynesiana apresentada na seção anterior incorpora a Hipótese de Instabilidade Financeira de Minsky a outros elementos da sua visão macroeconômica de Keynes, como a preferência da liquidez e a incerteza. Entretanto, deixa de levar em conta outros elementos minskyanos inovadores, como a restrição de sobrevivência. Na presente seção iremos apresentar os fundamentos teóricos e os principais elementos integrantes do que seria uma visão essencialmente minskyana da regulação financeira. Isso por que, apesar da importância do tema para o autor, ele não realizou um tratamento sistemático das suas ideias. Recorremos a diversos trabalhos disponíveis nos Minsky Archives, do Levy Economics Institute of Bard College, mas apresentamos uma interpretação própria do tema a partir dos *insights* do autor.

Regulação financeira foi um dos temas centrais das preocupações de Minsky. A própria hipótese de instabilidade financeira (HIF) foi uma tentativa sua de preencher um vazio no pensamento econômico existente, oferecendo um embasamento teórico novo e direcionado ao tema (Kregel, 2014: 4). Sem a presença da HIF, a única razão conceitual para a regulação financeira seria levar o comportamento dos diferentes agentes e da administração das instituições financeiras para o “caminho certo”, ou seja, regulamentar sua conduta. No pensamento minskyano, a regulação deveria antes de tudo se preocupar com os conteúdos que modernamente se convencionaram chamar de macroprudenciais.

Para abordar o pensamento de Minsky sobre o tema, faz-se necessário antes apresentar alguns dos conceitos e teorias do autor que fundamentaram sua visão, em particular, a restrição de sobrevivência. Desse ponto de vista, a HIF é um aspecto adicional. Trataremos também das sugestões de política por ele apontadas e que, na literatura moderna, foram consolidadas na chamada abordagem da regulação dinâmica macroprudencial (Kregel, 2014).

3.1 A restrição de sobrevivência

Minsky introduziu em 1954, em sua tese de doutoramento, o conceito de *survival constraint* ou “restrição de sobrevivência” (Mehrling, 1999; Nielson, 2019; Torres Filho,

2019). Trata-se de uma obrigação permanente, a que os agentes econômicos, à exceção do banco central¹², estão submetidos pelo Estado. Por essa norma, todos precisam a qualquer tempo realizar pagamentos na moeda imposta pelo poder público. A penalidade para qualquer agente econômico que seja flagrado transgredindo essa limitação pode chegar a níveis que comprometam a existência da unidade. O termo sobrevivência, portanto, aparece nesse contexto com um duplo significado de urgência. Para as empresas, é o meio de evitar a falência – ou no mínimo o embaraço de estar sob alguma forma de execução ou proteção judicial. Para as famílias, é uma condição necessária para garantir o provimento de suas necessidades mínimas de sustento.

Diante dessa imposição, as empresas, famílias, órgãos de governo e bancos não têm outra alternativa senão comandar a todo o momento uma soma de dinheiro, grande o suficiente, para fazer frente a seus gastos correntes. A obrigação de pagamento em moeda é um elemento central em uma economia moderna, pois é o instrumento que sustenta o valor das dívidas e, assim, o funcionamento do sistema capitalista que, para Minsky, é fundamentalmente baseado em relações financeiras:

Survival conditions are an effective constraint upon the behavior of firms. [...] Survival conditions have been defined as requiring that total money expenses be less than or equal to total money receipts (ignoring whatever initial liquidity the firm possesses) for every time period from the initial position to the firm's horizon. The objective phenomenon related to the survival of a firm is its balance sheet structure. (Minsky, 2005: 127)

A limitação imposta pela moeda é no dia-a-dia administrada através de diferentes mercados e mecanismos de liquidez. Isto por que os agentes econômicos:

often make payment commitments without having the cash on hand. Almost always, the expectation is that the cash flow from operations will be large enough to cover the commitment. However, if operations do not generate a

¹² O banco central tem, no entanto, uma restrição de sobrevivência se a moeda internacional não for de sua emissão.

sufficiently large cash flow, then the survival of the unit - or at least the avoidance of embarrassment - requires that the unit be able to borrow or sell assets to obtain the necessary cash. The extent to which savings intermediaries can be liquid, and to which firms can make commitments in advance of funding, depends upon the scope and strength of money market intermediation. The money market enables organizations to be safely illiquid - provided they have assets, which are eligible for this market. The basic raw material for the money market is the existence of pools of excess of liquidity. (Minsky, 1967: 33)

A preocupação com a liquidez, a existência de instrumentos e de mercados para administrá-la, e, conseqüentemente, a presença da regulação financeira são, portanto, decorrências da forma como a restrição de sobrevivência é administrada nas sociedades modernas. Isso faz com essa limitação seja tão importante nas estratégias e nas decisões das firmas quanto a maximização de lucro: “Business firms may be considered to be as interested in surviving as in maximizing profit” (Minsky, 2005: 152). Desse ponto de vista, os sistemas monetários e financeiros de hoje em dia existem fundamentalmente para permitir que os agentes gerenciem com flexibilidade seus fluxos de caixa e não para transferir renda excedente ao consumo (poupança) das unidades superavitárias para as deficitárias, como descrito nos modelos baseados na análise clássica de Gurley e Shaw (1955).

Além de estabelecer limites microeconômicos, a restrição de sobrevivência também possui uma dimensão macroeconômica. A cada momento, o conjunto dos agentes que não emitem moeda (ANE) – famílias, empresas e entidades de governo, à exceção do banco central – estão coletivamente subordinados a uma limitação global imposta pela quantidade de moeda existente na economia. O aumento ou a redução na disponibilidade de dinheiro se traduzirá imediatamente no relaxamento ou no estreitamento da *survival constraint* de uma parcela desses atores.

Em um sistema moderno, baseado em moeda fracionária emitida por bancos comerciais, o montante de depósitos à vista é flexível e estabelecido, a partir das operações de crédito entre os ANE e as instituições financeiras emissoras de moeda. Estes bancos estão, por sua vez, sujeitos igualmente a uma restrição de sobrevivência, só que administrada pelo

banco central, por meio da emissão de um tipo específico de meio de pagamento: as contas de reservas que os bancos precisam obrigatoriamente manter junto à autoridade monetária.

Normalmente, a criação e a destruição de moeda ocorrem de forma relativamente automática, dado a demanda das ANE, a política de crédito dos bancos e a política monetária do banco central. Entretanto, há ocasiões em que as instituições emissoras de depósitos à vista subitamente deixam de se sentir confortáveis em validar as solicitações de seus clientes, por acharem que essa estratégia estaria colocando em risco sua própria restrição de sobrevivência. Nesses casos, se tornam imediatamente mais seletivas e aumentam as taxas de juros e as exigências de garantias. Outra causa dessa mudança de comportamento pode ocorrer se o banco central unilateralmente aumentar a taxa de juros básica da economia, pressionando o *survival constraint* do conjunto dos bancos. Essa medida, em princípio, também deve levá-los a adotar uma postura mais conservadora em suas concessões de crédito. Em qualquer um desses cenários, haverá sempre um aumento imediato nos limites impostos pela restrição de sobrevivência aos ANE que dependem de crédito para equilibrar seus fluxos de caixa.

Para se defenderem de situações como essas, os agentes econômicos e os bancos se utilizam de alguns mecanismos de proteção e de mitigação, as chamadas “margens de segurança” (*cushions of safety*). A cálculo do tamanho total apropriado da composição entre as várias formas de integralização dessas margens – e, portanto, do limite tolerável da restrição de sobrevivência individual – pode assim mudar abruptamente, já que depende muito do estado de confiança da economia e, além disso, está sujeito incerteza. Assim, o volume e a relevância de cada tipo de margem de segurança mudam ao longo do ciclo financeiro reduzindo-se relativamente quanto mais se prolonga um período de estabilidade. Em compensação, em momentos de pânico ou crise financeira essas margens tendem a se elevar substancialmente.

Wray (2017: 99-100) aponta que as margens de segurança podem ser de três tipos. O principal deles é o diferencial entre a receita futura esperada com algum grau de certeza e os compromissos assumidos ou projetados para o mesmo período. É o “colchão de fluxo de caixa” (*cash-flow cushion*). Quanto maior for essa folga, mais robusta financeiramente

é a unidade econômica. Essa racionalidade econômica vale tanto para famílias e empresas quanto para bancos.

Um segundo tipo são as reservas líquidas acumuladas pela unidade, o “colchão de liquidez” (*liquidity cushion*), na forma de dinheiro ou de ativos de baixa volatilidade de preço e que sejam facilmente vendáveis ou dados em garantia. Entretanto, quanto mais difícil for transformar esse segundo tipo de margem de segurança em dinheiro, menos potentes elas serão.

Finalmente, o terceiro tipo de margem de segurança está associado à solidez do balanço da unidade. Diz respeito, portanto, à sua capacidade de tomar crédito sem oferecer garantias. Esses casos se restringem aos agentes que acumulam um volume muito elevado dos outros tipos de margens de segurança. As margens de segurança são, assim, uma evidência concreta e uma contrapartida da administração que cada unidade está obrigada a fazer da sua própria restrição de sobrevivência.

3.2 A Hipótese da Instabilidade Financeira

A famosa HIF deve ser entendida como uma consequência da presença da restrição de sobrevivência em um contexto em que a busca do lucro se dá em um ambiente onde já existe um mercado financeiro desenvolvido. Em uma economia com essas características, os atores econômicos enxergam a administração da sua restrição de sobrevivência como uma das formas de obterem lucro. Para alguns credores e devedores, conviver com margens de segurança menores em momentos de liquidez abundante é uma estratégia tentadora de rentabilização. Para outros, torna-se, até mesmo, o objetivo último de rentabilização financeira do seu capital mediante o provimento de contratos com risco

direcionado e altamente alavancados, como foi o caso dos seguros de crédito e derivativos nos EUA evidenciados pela crise de 2008¹³.

Nesse cenário, novas estruturas e produtos financeiros tomam o lugar de operações financeiramente mais robustas nas quais os agentes, em tempos normais, seriam capazes de saldar suas dívidas apenas com sua geração corrente de caixa. Esse tipo de postura foi chamado por Minsky de *hedged*.

Em vez disso, as empresas e as famílias se tornam cada vez mais dependentes do mercado financeiro para obterem rotineiramente os recursos necessários ao serviço de suas dívidas. Isso acontece por que os bancos passam a conceder empréstimos com base em uma expectativa de receitas operacionais líquidas do devedor insuficientes para garantir o pagamento da dívida. Portanto, já se prevê o refinanciamento desses créditos antes do fim do prazo contratado. Essa nova postura faz com que empresas e seus bancos fiquem sujeitos ao risco relacionado às condições de preço e prazo prevalecentes no mercado financeiro no momento em que essa renegociação vier a se dar. Essa estratégia de financiamento foi denominada por Minsky de “especulativa”.

Na medida em que o período de estabilidade financeira se prolonga, esse comportamento especulativo se generaliza e intensifica. Mais créditos sujeitos à renegociação são realizados, comprometendo a robustez dos balanços desses agentes. Nesse ambiente, surgem unidades nas quais o descompasso entre as receitas correntes e a estrutura de financiamento é tão elevado que elas são *ex-ante* insuficientes para liquidar não só a integralidade das parcelas de amortização, mas também de parte dos juros, o que provoca o aumento contínuo do seu endividamento. Esse grupo de empresas muito especulativas foi chamado por Minsky de “Ponzi”.

Em oportunidades como essas, caso irrompa uma crise inesperada e a liquidez venha a se evaporar, a reestruturação de passivos de unidades especulativas e, principalmente, das Ponzis poderá não chegar a bom termo, comprometendo a própria sobrevivência desses devedores. Assim, à medida que o tempo passa, maiores são as chances de eventuais

¹³ Ver os exemplos do Lehman Brothers e da AIG em Tooze (2018).

flutuações no nível de atividade se transformem em crises financeiras de porte. Essa teoria é conhecida como a Hipótese da Instabilidade Financeira (Minsky, 1992).

Ao longo da fase ascendente do ciclo financeiro, as unidades econômicas trabalham com uma quase certeza de que a gestão especulativa de sua restrição de sobrevivência será segura, graças à operação “cada vez mais eficiente” dos mercados de liquidez e de crédito. Para tanto, contam com a possibilidade de renegociarem suas dívidas em condições favoráveis através da contratação de empréstimos ou o lançamento de dívidas junto a bancos ou investidores. Para as ANE, esses instrumentos são bastante substituíveis entre si, apesar de terem implicações diferentes sobre seus coeficientes de risco e sobre os seus balanços.

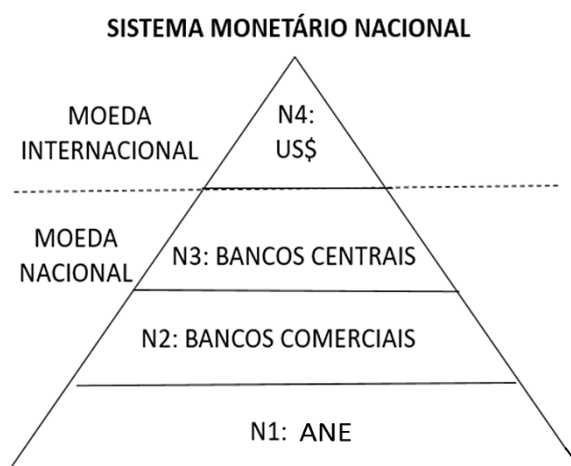
Entretanto, do ponto de vista macroeconômico, pode-se identificar uma grande diferença entre esses mecanismos conforme o impacto que tenham sobre a oferta de liquidez numa economia. Desse ponto de vista, podem ser divididos entre os de *realocação* e os de *gestão*. Os *mecanismos de realocação* requerem a existência de um saldo monetário previamente acumulado por algum ANE. A transferência desse dinheiro entre o detentor e o tomador pode se dar diretamente, através de um empréstimo ou por meio de compra e venda de um ativo financeiro líquido, muitas vezes negociado nos mercados financeiros. Pode adicionalmente, ser feita usando um intermediário financeiro.

Os *mecanismos de gestão* também são responsáveis por impactar os fluxos de caixa dos agentes econômicos, se assemelhando aos mecanismos de realocação. Entretanto, por envolverem os bancos comerciais ou o banco central, promovem em simultâneo *a expansão ou a contração* da quantidade de moeda existente na economia. No caso das operações entre os ANE e os bancos comerciais, há impacto no volume total de depósitos à vista, o que, conseqüentemente, amplia ou reduz a disponibilidade global dos meios de pagamento à disposição dos agentes não emissores para atenderem em conjunto às suas restrições de sobrevivência. O mesmo ocorre nas operações entre bancos comerciais e o banco central, por meio das contas de reservas.

3.3 A Hierarquia dos Sistema Monetários Nacionais: restrição de sobrevivência e HIF

Os mecanismos de gestão permitem identificar a existência de uma hierarquia nos sistemas monetários nacionais (SMN), composta por quatro conjuntos de agentes divididos em três níveis de gestão¹⁴. De acordo com a Figura 1, o piso inferior de um SMN típico (N1) é composto pelos ANE: famílias, empresas, entidades públicas (afora o banco central), e instituições financeiras, à exceção dos bancos comerciais. Os ANE, como já foi apontado, podem contratar empréstimos entre si ou com os bancos comerciais. Se, utilizarem o crédito dos bancos estarão acessando o segundo nível da hierarquia do sistema monetário (N2) e simultaneamente promovendo a flexibilização macroeconômica da restrição de sobrevivência do seu conjunto de atores.

Figura 1: Sistema Monetário Nacional Típico, hierarquizado do ponto de vista minskyano



Fonte: Elaboração própria.

Os bancos comerciais, analogamente, também estão sujeitos à restrição de sobrevivência, só que administrada através de um meio de pagamento diferente, os depósitos em contas de reservas que precisam manter junto ao banco central (Mehrling, 2013)¹⁵. Para lidar

¹⁴ As principais exceções a esse tipo de conformação seriam os EUA, por que emitem a moeda hegemônica, e as economias que não usam uma moeda nacional, preferindo utilizar a de um país estrangeiro.

¹⁵ Além disso, precisam garantir a conversibilidade de seus depósitos em papel moeda quando demandados por seus clientes, mas essa é na prática uma limitação menos importante nos dias de hoje.

com essa limitação, contam com os pagamentos em reservas provenientes de outros bancos na compensação ou com empréstimos de saldos inativos que algumas dessas instituições detém junto ao banco central. Podem também vender ativos e, em casos extremos, recorrer diretamente à janela de liquidez do banco central¹⁶.

No processo de flexibilização da disciplina monetária dos bancos comerciais, a autoridade monetária pode, se for da sua conveniência, desempenhar um papel ativo e por isso responde pelo terceiro nível do sistema monetário minskyano (N3). Se, por exemplo, o conjunto das instituições emissoras de moeda demandar uma expansão do volume total de reservas, o banco central pode, eventualmente, contrarrestar esse movimento, promovendo um aumento da taxa básica de juros. Para tanto, precisará adquirir qualquer ativo elegível para a venda, até que o mercado nivele novamente suas posições financeiras. Entretanto, o resultado geral dessas operações sobre o volume de reservas só será conhecido *ex-post*.

A autoridade monetária não está sujeita a uma restrição de sobrevivência na unidade de conta que emite e, por isso, pode atuar na criação ou destruição de reservas de forma quase ilimitada. Entretanto, os demais provedores de recursos monetários, sejam eles ANE com excesso de caixa ou bancos comerciais, estão sujeitos a uma preferência pela liquidez. Assim, nos momentos de *stress* nos mercados, os *cash pools* e os bancos comerciais tendem a reduzir fortemente sua oferta de dinheiro. Por esse motivo, a presença de um banco central é essencial para a estabilidade de uma economia capitalista moderna.

Além desses três níveis, os SMN – e conseqüentemente seu banco central – estão sujeitos a uma restrição de sobrevivência macro e microeconômica no dólar americano, a moeda internacional (Nível 4). Na prática, muitos dos integrantes de um SMN, particularmente os mais importantes, também precisam administrar fluxos de caixa na moeda estrangeira ou têm passivos indexados a essa unidade de conta. Em países que adotam uma taxa de câmbio flexível e uma conta de capital relativamente aberta, todos os agentes econômicos

¹⁶ Nos países em que os bancos centrais podem acessar diretamente os ANE, essas operações têm simultaneamente impacto direto sobre reservas e depósitos à vista.

podem interagir direta ou indiretamente com o sistema financeiro internacional. Cabe ao banco central, no dia a dia, atuar como provedor de divisas de última instância, evitando que a taxa de câmbio sofra demasiada volatilidade. Para tanto, conta com as reservas internacionais do país, com as linhas de crédito das agências internacionais e com a captação do Tesouro Nacional¹⁷. Pode ademais, prover mecanismos de hedge cambial para os agentes domésticos expostos à unidade de conta internacional, emitindo, por exemplo, derivativos.

A necessidade imprescindível de acesso à moeda internacional é uma forma de de restrição de sobrevivência que ameaça os agentes de um SMN, individualmente e em conjunto. Nesse segundo caso, como se trata de Estados independentes e de SMN relativamente autônomos, a penalidade coletiva normalmente se dá na forma de um ajustamento restritivo macroeconômico, negociado ou não. Para tanto, existem instituições – como o Fundo Monetário Internacional e outros organismos internacionais – que se encarregam do processo de ajustamento, negociando medidas com Estado Nacional responsável pelo sistema inadimplente.

3.4 A regulação financeira sob uma perspectiva minskyana

Do ponto de vista da teoria minskyana, a regulação financeira é vista como uma alternativa ao desuso na execução das penalidades da restrição de sobrevivência para as instituições financeiras sistemicamente importantes, em particular os bancos comerciais. Em um sistema moderno, baseado em moeda fracionária, a quantidade de moeda é administrada por instituições privadas em um ambiente sujeito a inovações, forte volatilidade e incerteza. Diante disso, a regulação financeira é uma atividade essencial que tem nos bancos comerciais o seu foco principal. Segundo Minsky (2008: 356): “In order to contain the destabilizing effect of banking, it is necessary to regulate”.

¹⁷ Os demais regimes de câmbio que podem ser adotados pelos países que não são emissores da moeda internacional não foram descritos nesse artigo tendo em vista a limitação de espaço e o foco desse artigo ser sobre a regulação financeira. Para um tratamento mais completo o tema, ver Torres, 2019

Para o autor, a regulação financeira deveria três objetivos centrais. O primeiro seria garantir que: “the payment mechanism is secure, safe and expeditious to avoid the ‘contagion effect’ that bankruptcy or operational risks of any commercial bank might affect the payment system” (Minsky, 1994: 6). Os perigos decorrentes do contágio dentro de um sistema muito interdependente de fluxos de caixa autônomos são considerados muito elevados, sob uma perspectiva minskyana.

O segundo seria fazer com que “funds for the capital development of the economy come forth at a rate which enable as close approximation to price level stability, full employment and an acceptable economic growth to be established and sustained” (Minsky, 1994a: 6). Esse objetivo gera, no entanto, uma tensão com a preocupação dos reguladores com relação a estabilidade do sistema financeiro que precisaria assim servir, ao mesmo tempo, a “dois senhores”. Segundo Minsky (1994b: 3): “one master requires assurance that the financing needed for the capital development of the economy will be forthcoming and the second master requires assurance that a safe and secure payments mechanism will be provided.” Para ele, trata-se de um dilema insolúvel que deve estar presente na mente dos reguladores e no racional das instituições que atuam nessa área: “It [...] needs to be understood now that development financing involves taking risks [...] The need is for a regulatory and supervising authority for the financial system that accepts that financing development opens the system to losses that have the potential for adversely affecting the safety and security of the economy’s payment facilities” (Minsky, 1994b: 4).

O terceiro objetivo é evitar “serious deep and long lasting depressions” (Minsky, 1994a: 6). Esse terceiro elemento tornou-se mais relevante na literatura econômica após a Crise de 2008. Em economias muito povoadas por agentes especulativos e Ponzi, qualquer incidente inesperado pode se transformar em um problema de graves proporções. Na medida em que a depressão se instala, a restrição de sobrevivência começa a ameaçar com a falência e a penúria grande número de empresas e famílias.

Da junção do primeiro com o terceiro objetivos, depreende-se que uma das preocupações básicas minskyanas quanto à regulação financeira centra-se no que se denominou modernamente de regulação *precaucional e sistêmica*. Para Minsky, trata-se de uma

atividade essencial e eficaz para introduzir correções ou redirecionar o curso dos mercados financeiros modernos de modo a evitar uma crise:

In general, economic regulation and intervention can lead to reasonably coherent behavior for an economy which, if left alone, would degenerate into incoherence. By aborting of containing incoherence, apt regulation can be constructive. (Minsky; Campbell, 1987: 5)

Por regulação, ele entende atividades como a formulação de regras e procedimentos, a supervisão e o monitoramento das atividades das firmas-alvo, bem como a efetiva aplicação (*enforcement*) dessa legislação. O papel central dos reguladores financeiros deve ser o de limitar o apetite especulativo dos agentes financeiros, particularmente dos bancos, para evitar que um acidente econômico específico degenere em um problema de proporções sistêmicas.

Entretanto, as famílias, as empresas e os bancos, na medida em que uma situação de estabilidade financeira se prolonga no tempo, são levados, na busca por lucros, a a experimentarem e difundirem novas formas de estruturação financeiras (inovações) que tendem a ser cada vez mais frágeis, apesar de formalmente atenderem à regulação vigente. Segundo Minsky (1992: 9): “over a protracted period of good times, capitalist economies tend to move from a financial structure dominated by hedge finance units to a structure in which there is large weight to units engaged in speculative and Ponzi finance”.¹⁸

Para Minsky, os bancos são instituições particularmente importantes na regulação por que emitem e administram o sistema de pagamentos. Além disso, concedem empréstimos sem precisar acumular dinheiro antecipadamente, sendo, portanto, o principal instrumento de flexibilidade monetária nas economias modernas. Quando um banco concede um empréstimo, ele está comprando um fluxo de caixa futuro de outro agente em troca de

¹⁸ Outro fator relevante a provocar fragilização é a ação dos interesses de mercado, sobre os reguladores alterando as regras da regulação financeira de modo que arranjos financeiros menos robustos sejam legalmente autorizados. (Helleiner, 1994)

dinheiro hoje. Ao mesmo tempo, o devedor está adiando uma escassez de liquidez por um pagamento futuro de amortização de juros. O banco está, assim, garantindo a credibilidade do devedor e, conseqüentemente, validando os passivos de seu cliente. Para fornecer serviços de liquidez com segurança e gerar lucros, como qualquer outra empresa comercial, os bancos comerciais precisam prestar “attention to the various constraints in which the firm operates” (Minsky, 1959: 2).

Nesse contexto, qualquer banco deveria se preocupar com a capacidade de seus clientes de ter um fluxo de caixa suficiente para honrar suas dívidas. Essa avaliação os protege do risco de liquidez, pois os depositantes podem resgatar seus depósitos à vista a qualquer momento. Garantias são outro mecanismo para proteger os bancos, mas não são suficientes para lidar com o problema de liquidez.

Do ponto de vista de Minsky, se não houvesse regulação e suporte financeiro dos governos, os bancos seriam muito prudentes e operariam de maneira *muito conservadora*. Nessa situação hipotética, enfrentariam severas restrições de liquidez (capacidade de pagar dívidas no vencimento) e solvência (existência contínua de patrimônio líquido positivo). Os bancos são, por natureza, empresas altamente alavancadas que adquirem ativos mediante a emissão de passivos de curtíssimo prazo. Como resultado, precisam manter saldos suficientes para enfrentar perdas inesperadas no sistema de compensação e deter ativos de elevada liquidez e baixa volatilidade, como é o caso dos títulos públicos.

Essas instituições, como qualquer outra unidade econômica, têm que gerenciar sua própria restrição de sobrevivência. Ao mesmo tempo, estão muito expostos a qualquer queda significativa no valor dos ativos que possuem, isto é, as dívidas de seus clientes, já que operam com um capital próprio pequeno em comparação ao volume de operações que administram. Essas limitações deveriam ser suficientes para fazer com que os banqueiros adotassem políticas conservadoras. Como afirmou Minsky (1959:7): “A banker therefore is ready to make properly secured relatively short-term loans”.

No entanto, esse comportamento não é suficiente para neutralizar os efeitos da concorrência que empurram o sistema econômico na direção de aumentar a fragilidade financeira. Como os bancos administram o sistema de pagamentos - e, portanto, todos os fluxos de caixa das ANE transitam por dentro de seus balanços e muitas vezes são

liquidados de forma multilateral - a quebra de uma dessas instituições pode provocar um choque capaz de frustrar um volume expressivo de entradas de caixa que afete não só os clientes da instituição, mas também seus credores, inclusive empregados e fornecedores. Além disso, em um contexto de elevada fragilidade financeira, outros atores serão contagiados pelo processo, vítimas da evaporação da liquidez e do retraimento dos mercados financeiros, multiplicando o choque inicial. Todos correrão o risco de, simultaneamente, não conseguirem atender a suas respectivas restrições de sobrevivência.

Assim, o diagnóstico minskyano distingue-se radicalmente da visão de autores que centram o problema da crise financeira na existência de fenômenos como manias ou euforias, conforme sugerido por Kindleberger e Aliber (1992). Na visão de Minsky, a redução das margens de segurança adotadas pelos bancos na retomada do ciclo de negócios é uma decisão racional. Os bancos conhecem seus clientes melhor do que o resto do mercado financeiro e reagem ao aumento de seu rating de crédito, devido à recente melhoria nos dados de negócios. Como afirma Kregel (2008: 25): “bankers are neither gullible nor irrational”.

Ademais, uma crise sistêmica geralmente não ocorre por causa das falhas de um único banco, movidas pela incompetência e a ganancia de gerentes corruptos. Diferentemente, o principal motivo é uma mudança repentina na preferência de liquidez que afeta as condições do mercado. Nessa oportunidade, um grande banco ou outra instituição financeira sistemicamente importante pode subitamente não ser capaz de validar seus passivos e, como resultado, promover um aumento brutal na preferência pela liquidez.

A única maneira de o Estado moderno conseguir evitar a gravidade de uma quebra bancária seguida de contágio é suspender a ação da restrição de sobrevivência sobre as entidades sistemicamente importantes para os mercados financeiros. Assim, o mesmo Estado que criou a restrição de sobrevivência tem o poder de suspendê-la para determinadas empresas, quando essa limitação se torna, do seu ponto de vista, indesejada. Foi isso o que se passou com os grandes bancos comerciais¹⁹. Para tanto, foram criadas

¹⁹ Nos últimos anos, essa isenção foi estendida a outros tipos de empresas consideradas sistemicamente importantes do ponto de vista financeiro (SIFI).

instituições capazes de impedir que possam, na prática, serem levados à falência. É caso dos fundos garantidores de depósitos e do banco central. Esses *backstops* do sistema financeiro moderno funcionam como gigantescos colchões de segurança sistêmicos voltados para atender discricionariamente empresas financeiramente importantes em situação adversa de caixa.

A suspensão dessa restrição para os bancos teve, no entanto, impactos contraditórios. Tornou, por um lado, mais resiliente o atual sistema financeiro baseado em moeda privada fracionária. Porém, por outro lado, aumentou o incentivo a que os gestores dessas instituições fossem incentivados a, na prática, conviver com um nível ainda mais baixo de margens de segurança. É um caso típico do que na literatura se chama risco moral (*moral hazard*)²⁰. Essa, por exemplo, foi uma das causas da Crise de 2008: a percepção dos agentes de mercados de que o Federal Reserve System, ou seja, o principal regulador americano iria sempre resgatar o mercado após o estouro de uma bolha especulativa, o que ficou conhecido à época como o *Greenspan put* (Despeignes, 2000; Stiglitz, 2010; Dymski, 2011).

Como contrapartida à suspensão da restrição de sobrevivência, o Estado se outorgou o direito de limitar (regular) o comportamento e as estratégias dos gestores e dos acionistas dessas instituições. Segundo Minsky:

In the absence of deposit insurance, a bank would be subject to deposit or surveillance, and a run would occur if the bank lost the confidence of its depositors. With deposit insurance, the need for depositor surveillance is much diminished. This may mean that banks and other financial institutions will take more adventuresome positions. The central bank and the deposit insurance organization must therefore contain the exposure of banks. Regulation becomes the other side of the coin of deposit insurance. (Minsky, 1986: 16)

²⁰ Risco moral refere-se às vantagens que uma das partes de um contrato tem de adotar um procedimento que lese a outra parte.

Para tanto, foram criadas outras formas de limitação aos agentes regulados, através de imposições de limitações para indicadores contábeis e margens de capital e de ativos líquidos compulsórias. Além disso, eles foram submetidos á fiscalização direta e a obrigação de publicidade sobre dados e decisões, acompanhadas de penalidades para os gestores e os proprietários dessas instituições. Trata-se, portanto, de uma tentativa de *emular*, através de normas, o comportamento que seria esperado dessas instituições e de seus *stake-holders*, caso ainda estivessem sujeitas à restrição de sobrevivência.

3.5 Uma política regulatória minskyana

Minsky fez, em diversos momentos da sua obra, recomendações para reformar os conceitos, o *modus operandi* e o arcabouço institucional da regulação financeira norte-americana. Esses *insights* serviram posteriormente para dar base ao que Kregel (2014) e Wray (2017) chamaram de “regulação dinâmica macroprudencial”. Segundo Kregel (2015:19), “macroprudential regulation [has] been implicitly proposed by Minsky in his early work in the 1960s and 1970s”. Essas datas são, portanto, anteriores às primeiras formulações feitas por reguladores internacionais sobre o tema nos *Lamfalussy Papers* de 1979 e no *Cross Report* do Banco de Compensações Internacional (BIS) de 1986 (Kregel, 2015).

Como já foi dito anteriormente, na origem da HIF existia uma preocupação de Minsky, em propor uma teoria que desse embasamento e orientação à regulação financeira. Além disso, seu intuito era levar a prática regulatória, até então, voltada para aspectos microeconômicos – comportamento dos agentes – a adotar também uma visão mais abrangente, que proporcionasse:

a more complete description of the instability of an ‘economy with banking.’
Such an approach needs to look behind the runs and analyze the structure of balance sheets, payment commitments and position-making activities. Position-making for a bank consists of the transactions undertaken to bring the cash position to the level required by regulation or bank management. In the

position-making view, bank failures do not arise simply because of incompetent or corrupt management. They occur mainly because of the interdependence of payment commitments and position-making transactions across institutions and units. (Minsky; Campbell, 1987: 255)

Portanto, tendo em vista a centralidade da restrição da sobrevivência, o ponto focal da regulação financeira deveria ser os balanços e os fluxos de caixa esperado dos bancos em diferentes cenários. A liquidez de qualquer agente econômico – e, portanto, sua capacidade de pagamento no futuro – depende basicamente de seus clientes conseguirem realizar os pagamentos previstos e da capacidade de os mercados de capitais poderem transformar ativos em dinheiro. Essas estimativas de fluxo de caixa, por sua vez, dependem de pressupostos de natureza macroeconômicos.

Ao mesmo tempo, os reguladores não podem abrir mão de terem um amplo conhecimento das estruturas e mecanismos de financiamento que estão sendo, a cada momento renovados pelos mercados. Esse conhecimento é sempre um privilégio das instituições provedoras de crédito e dos gestores de riqueza. Normalmente, essa informação só se torna disponível ao público muito tempo depois que a prática especulativa foi generalizada pelo sistema financeiro e eventualmente tenha provocado uma ampla fragilização, a exemplo do que aconteceu em 2008 (Torres Filho, 2014; Tooze, 2018).

A maneira de os reguladores conseguirem superar esse obstáculo, na opinião de Minsky, seria a realização de um processo contínuo de inspeção (*examination*) das instituições pelo banco central. Na sua opinião:

The perspective underlying the suggestions was of a dynamic, evolving set of financial institutions and relations. All too often it seems as if the Federal Reserve authorities have been surprised by changes in financial practices. One aim in the design of the examination system was to establish a regular reporting procedure which would force the authorities to be aware of institutional changes that were ongoing, and which furthermore forced the authorities to inquire into how the ongoing developments can be expected to affect the stability of the financial system. [...] One byproduct of the cash flow examination procedure will be more precise knowledge of the relations

between the examined institutions and fringe banks. Such a clarification will enable the Federal Reserve to better know what is emerging in financial relations and to be better prepared for contingencies that might dominate as the determinants of its behavior. (Minsky, 1975: 2)

A operação de um arcabouço regulatório minskyano dentro de uma perspectiva da “regulação prudencial dinâmica” tem assim três componentes importantes (Kregel, 2014). O primeiro é uma teoria que explica por que o sistema monetário e financeiro está sujeito a ciclos e tende recorrentemente a crises. As crises são essencialmente o produto da ação coletiva e não o resultado do comportamento individuais de trapaceiros e gananciosos. Problemas financeiros particulares só se tornam coletivos na medida em que a fragilização financeira já tenha adquirido um caráter mais endêmico.

O segundo é requerer uma base empírica, atualizada periodicamente por meio de fiscalizações. O sistema financeiro é institucionalmente mutante pela introdução constante de inovações financeiras movidas por atores privados em busca de maximizar lucro. O conhecimento dos reguladores é limitado pelo distanciamento temporal e institucional que têm com relação ao fechamento das operações financeiras em curso. Para tanto, a supervisão bancária precisaria, além de analisar os fluxos de caixa dessas instituições de forma prospectiva, promover recorrentemente inspeções nos bancos. Essa iniciativa permitiria aos reguladores tomar conhecimento da estrutura das operações que estão sendo realizadas, bem como poderem analisar seus impactos do ponto de vista do risco individual e sistêmico.

O terceiro é a centralidade – e exclusividade – que o Estado precisa ter na regulação financeira. O fato de ter, na prática, suspenso a restrição de sobrevivência das principais instituições financeiras tem como contrapartida uma atividade essencialmente indelegável. A inexistência real de uma limitação imposta por essa restrição reduziu a capacidade de o mercado exercer qualquer forma efetiva de disciplina. Assim, a sustentabilidade do processo regulatório não pode se alicerçar na ação individual ou coletiva de atores privados, como propunha Greenspan, para quem “private regulation generally has proved far better at constraining excessive risk-taking than has government regulation” (Greenspan, 2008). Além disso, os custos financeiros, econômicos e sociais

de uma crise financeira de grandes proporções não têm como ser absorvidos pelos atores privados, não importa o tamanho do capital próprio que venham a ter.

Nos últimos anos, o tema da redução da alavancagem das instituições financeiras ganhou grande primazia no debate regulatório. Carvalho (2014: 347) aponta que: “in the 1990s, banks’ capital requirements calculated as a ratio of risk-weighted assets became the main tool of regulatory strategies designed to ensure banking system stability”. Esse tipo de medida regulatória começou a ser adotado no primeiro Acordo de Basileia, firmado em 1988.

No início, a iniciativa parecia ser um “ovo de Colombo”. O intuito era frear o apetite dos bancos por ativos de maior risco – e, assume-se, de maior rentabilidade – que, em contrapartida, provocavam um aumento da fragilidade financeira. Para isso, nada melhor do que obrigar os proprietários dos bancos – e indiretamente os gestores – a arcarem com o custo do risco assumido, obrigando-os a aportar proporcionalmente mais capital. Essa medida, ademais, produziria um benefício para o sistema como um todo, aumentando sua resiliência.

Com isso, transferia-se automaticamente a gestão do problema dos reguladores para os regulados, já que estes estariam agora alinhados na sua solução. Ao mesmo tempo, criava-se um amplo espaço de manobra para as instituições comporem o portfólio de seus ativos e operações. Desde que respeitasse a regra geral de capital mínimo, os supervisores não precisariam se envolver com as decisões de alocação dos gestores. Era uma medida embasada no espírito *market-friendly* que os bancos centrais coletivamente só deixaram de adotar na regulação financeira após a crise de 2008.

O segundo Acordo de Basileia adotou uma postura ainda mais amistosa frente ao mercado. Em lugar de exigir que as instituições financeiras avaliassem risco com base em uma tabela fixada internacionalmente pelos reguladores, os bancos – principalmente os de grande porte – foram autorizados a seguir modelos próprios de avaliação para fins de cálculo do capital mínimo regulatório. Como afirmou Carvalho (2014: 354): “basic premises of Basel II [were] that systemic safety was achievable through ensuring individual banks’ safety and that inducing them to improve in-house risk management systems was the way to ensure their individual safety”.

Essas premissas foram objeto de críticas. O risco dos ativos tende, de uma forma geral, a se reduzir ao longo do ciclo financeiro ascendente. Além disso, a introdução da contabilidade a preço de mercado (*market-to-market*) – em lugar do tradicional método de preços históricos – introduziu um acelerador nesse processo na medida em que essa valorização é automaticamente transmitida aos registros contábeis de empresas e de bancos (Goodhart, 2009).

Minsky tratou explicitamente da questão do uso regulatório dos requerimentos de capital no seu livro de 1986, *Stabilizing an Unstable Economy*. Nessa oportunidade, sua preocupação era com o uso do instrumento para conter “the destabilizing effect of banking” (Minsky, 1986: 357). Sua preocupação mais imediata naquele momento não era com a instabilidade e a regulação financeira, mas com a elevada inflação enfrentada pelos Estados Unidos. Assim, o “efeito desestabilizador” que menciona nessa passagem está relacionado ao papel depressivo que o capital próprio excessivo produz na rentabilidade dos bancos que, em resposta, tentam promover a expansão do crédito. Esse comportamento alimentaria o processo inflacionário na medida em que produziria um volume de crédito acima do necessário para atender às necessidades de uma economia com estabilidade de preços.

Wray (2017) retomou esse *insight* de Minsky para criticar a eficácia dos requerimentos de capital, dando como evidência os fatos revelados pela Crise de 2008. Nessa oportunidade, os bancos atenderam às restrições de capital em vigor simplesmente direcionando ativos de elevado risco para suas empresas de propósito específico, extremamente alavancadas, para não serem obrigadas a registrar essas aplicações nos balanços que eram obrigados a apresentar às autoridades regulatórias²¹. Em seu lugar, argumentou que, também seguindo recomendações de Minsky, as autoridades deveriam utilizar o controle direto das aplicações dos bancos, tanto no que diz respeito à concessão de empréstimos quanto à aquisição de ativos de mais elevado risco.

Kregel também externou preocupações com a eficácia dos requerimentos de capital, com críticas de embasamento minskyano. Sua preocupação focava, no entanto, uma

²¹ Para um tratamento das operações imobiliárias *off-balance-sheets*, ver Torres Filho e Borça (2009).

dificuldade de outra natureza. Para ele, coeficientes de capital são instrumentos irrelevantes (Kregel, 1998). Segundo Carvalho (2014: 348): “Kregel’s approach overlapped with that of Minsky’s; both authors were deeply concerned with liquidity risk”.

Isso por que os bancos não precisaram, ao longo da história, constituir previamente capital exclusivamente através de mecanismos de realocação. Pelo contrário, na Europa, lançaram ações com base na valorização dos seus ativos. Nos Estados Unidos, financiaram a compra de ações pelos novos investidores, utilizando a seu favor seu poder de flexibilização monetário antes mesmo da instituição entrar em operação. Com esses exemplos históricos, Kregel busca demonstrar que, na realidade, a capitalização dos bancos pode não ser uma barreira efetiva importante para frear seu apetite pelos ativos de risco. Este argumento ajuda entender também por que os coeficientes de capital foram insuficientes para evitar a Crise de 2008. As perdas foram arcadas pelos acionistas e não pelos gestores, que eram, na prática, os responsáveis pela alocação de recursos – e não foi difícil encontrar novos investidores para absorver as ações que foram posteriormente lançadas.

Como na visão minskyana, a fragilidade financeira é um problema que aumenta inexoravelmente com a duração de um período de estabilidade, existem instrumentos que precisam atuar ao longo do tempo para limitar a capacidade de alavangem das instituições financeiras. Um exemplo são os colchões anticíclicos, que deveriam levar em conta a duração do ciclo financeiro, ou o ciclo de valorização dos ativos, e não apenas o nível da atividade da economia. A mesma preocupação deveria embasar a escolha de indicadores que sirvam de *covenants*. Sua escolha deve ser feita de forma cuidadosa, evitando que os bancos possam facilmente atender os requisitos impostos pelos reguladores apenas realizando operações simuladas²².

O comportamento especulativo dos bancos deveria ser inibido por meio de medidas que afetassem os métodos de avaliação de viabilidade econômica utilizados pelos bancos.

²² Um exemplo de operação simulada seria os bancos financiarem a aquisição de ações que estão lançando com o propósito de atender o aumento de capital imposto pela regulação.

Minsky, assim como Keynes, era crítico contundente dos instrumentos utilizados no mercado americano, que se baseava nos ganhos esperados de capital no curto prazo, em detrimento de métodos mais fundamentalistas baseados em fluxos de caixa e taxas internas de retorno esperados. Uma forma de tornar as estratégias especulativas mais custosas seria impor, para esses casos, maiores comprometimentos de liquidez, assegurando a manutenção de uma margem de segurança que atenda (ao menos ex-ante) à restrição de sobrevivência das instituições.

O arcabouço regulatório, porém, não deve ser estático, mas evoluir tempestiva e continuamente. A inovação financeira foi um tema tratado por Minsky apenas de uma forma indireta no que diz respeito à regulação, apesar de ser um elemento central no processo de desestabilização econômica. Segundo ele, seriam inexoravelmente introduzidas pelos agentes de mercado até que uma crise levasse a uma nova forma de regulação, que eventualmente proibisse as inovações mais especulativas.

Entretanto, o arcabouço minskyano oferece uma opção mais radical e intrusiva para os reguladores. Eles precisariam estar atentos às inovações e para tanto é preciso uma supervisão *in loco* constante para compreender tanto quanto os atores de mercado as práticas que estão sendo generalizadas. Nada poderia estar registrado fora do balanço dos bancos se envolver negócios do interesse da instituição e dos seus controladores e gestores, Todas as operações e atividades financeiras realizadas desses atores precisariam ser reportadas e consolidadas.

Não seria demais exigir que, todo o tipo de inovação financeira fosse sempre previamente autorizado pelos reguladores, a exemplo do que acontece com a introdução de novos medicamentos. Essas novas formas de combinação de direitos, obrigações e balanços precisam ser claramente identificadas e ter suas consequências testadas por meio de modelos que simulem seus efeitos e suas consequências sobre os agentes, as instituições e os mercados. Entretanto, é fato que muitas inovações surgem aproveitando brechas na regulação existente e dessa forma podem ser vista como em acordo com as normas e procedimentos em vigor. Para tanto, a supervisão do regulador bancário é uma atividade essencial a ser exercida, a um mesmo tempo, com uma visão individual e sistêmica.

Conclusões

Nesse artigo, buscamos apresentar a visão de Hyman Minsky sobre regulação financeira. Para isso, recorreremos a diversos textos do autor, muitos dos quais só disponíveis nos Minsky Archives, do Levy Economics Institute of Bard College. Isso por que, apesar da importância do tema para o autor, ele não realizou um tratamento sistemático das suas ideias sobre o tema. Buscamos também amparo em autores que, nos últimos anos, se dedicaram a explorar o pensamento minskyano sobre regulação financeira, entre os quais destacamos Jan Kregel e Randall Wray.

Diferentemente do restante da literatura, procuramos mostrar que o princípio da restrição de sobrevivência, utilizado por Minsky nos primeiros anos da sua atividade profissional e retomado nos anos recentes por Perry Mehrling, permite uma reinterpretação teórica da regulação financeira. De acordo com esse conceito, todos os agentes econômicos – famílias, empresas, bancos e organismos de governo, à exceção do banco central na moeda que emite – estariam obrigados a diuturnamente ter em sua posse uma soma de dinheiro suficientemente elevada para saldar todas suas despesas correntes. A penalidade para inadimplemento pode chegar a ser a falência da empresa ou a incapacidade de uma família de atender suas necessidades mínimas.

Segundo a leitura aqui apresentada, a regulação financeira é uma *consequência da decisão dos Estados modernos de deixar de aplicar as penalidades da restrição de sobrevivência a um conjunto seletivo de instituições financeiras sistemicamente importantes* (SIFIs) e, em particular, aos bancos comerciais. Esses agentes, se levados à falência, são capazes de colocar em tela de juízo a operação de todo o sistema econômico. Esse poder na mão de capitais individuais obrigou os governos a dar-lhes um tratamento diferenciado, por meio de instituições, que previnam – ou são sejam capazes de impedir – que eles sejam objeto de dissolução judicial. Para isso, foram criadas a função de “banco de bancos” do banco central e as seguradoras de depósitos.

Entretanto, esse tipo de arranjo não consegue, por si só, solucionar adequadamente a questão que se propôs a resolver, uma vez que mantém intocado o objetivo de lucro dos gestores e dos proprietários das SIFIs e a dinâmica concorrencial do sistema financeiro. Assim, o problema que se quer prevenir tende, pelo contrário, a se agravar com a

suspensão das penalidades decorrentes da restrição de sobrevivência. Esses atores, agora isentos dessas limitações, passam a deter uma capacidade ampliada gerar lucros e, portanto de aceitar riscos –que agora passam a ser, na prática, também bancados pelo Estado. Para frear a exacerbação do *risco moral*, torna-se essencial que o governo adicionalmente os obrigue a se submeter alguma regulação financeira que lhes limite a capacidade de tomar posições. Essas normas precisam, portanto, promover um perfil prudente para gestores e proprietários dos bancos, *emulando* o comportamento que supostamente deveriam ter caso ainda estivesse integralmente sujeitos à restrição de sobrevivência.

Essa é a visão minskyana quanto à origem e a razão de ser da regulação financeira. Assim, não se trata mais de ser uma atividade que, busca minimizar os efeitos perversos de custos de transação, das falhas de mercado ou da incerteza. Não é uma intervenção estatal em resposta à ineficiência ou à disfuncionalidade dos mercados financeiros, mas uma reação aos efeitos colaterais que a própria intervenção gerou ao suspender a restrição de sobrevivência de determinados agentes financeiros.

A visão minskyana da regulação financeira tem três elementos principais. Primeiro, fornece a base teórica que explica por que o sistema financeiro está endogenamente sujeito a ciclos e origina crises recorrentemente, A regulação não é capaz de eliminar a possibilidade de um *crash* de grandes proporções, mas opera para evitar que o sistema econômico seja facilmente levado a esse destino Segundo, requer uma base empírica ampla e atualizada, viabilizando a atuação tempestiva das autoridades e a estruturação de uma *regulação dinâmica*. Terceiro, a regulação é uma atividade a ser conduzida estritamente pelo Estado e, portanto, indelegável ao próprio setor financeiro. Existe uma contradição insuperável entre o propósito de geração de lucro e competição dos atores financeiros e a estabilidade financeira. Desse ponto de vista, delegar a esses agentes a tarefa de proteger o bem comum e o patrimônio público não faz sentido, assim como não existe propósito em entregar a chave do galinheiro às raposas.

Essa visão oferece não só um edifício teórico, mas também provê um arcabouço para pensar a regulação no mundo real. A criação de colchões de liquidez anticíclicos para atenuar a tendência inerente à desestabilização, penalidades de liquidez para evitar a adoção de estratégias de investimento especulativas e a necessidade de aprovação prévia

de inovações financeiras pelos reguladores são alguns dos exemplos de como a abordagem minskyana pode informar os reguladores.

Referências Bibliográficas

ALMEIDA, J.S.G.; FREITAS, M.C.P. (1998) “A regulamentação do sistema financeiro”. Instituto de Economia da Unicamp. (Texto para Discussão, n. 62).

ALVES JR., A.J.; DYMSKI, G.A.; PAULA, L.F. (2007) “Banking strategy and credit expansion: a post-Keynesian approach”. *Cambridge Journal of Economics*, 32: 395-420.

BRUNNERMEIER, M.; CROCKET, A.; GOODHART, C.; PERSAUD, A.; SHIN, H. (2009) The Fundamental Principles of Financial Regulation. *Geneva Reports on the World Economy* 11. Geneva/London: International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB)/Centre for Economic Policy Research (CEPR).

CARVALHO, F.J.C. (1992) *Mr. Keynes and the Post-Keynesians*. Cheltenham: Edward Elgar.

CARVALHO, F.J.C. (2005) “Inovação Financeira e Regulação Prudencial: da Regulação de Liquidez aos acordos da Basileia”. In: Sobreira, R. (org.) *Regulação Financeira e Bancária*. São Paulo: Ed. Atlas.

CARVALHO, F.J.C. (2010) “Reformas financeiras para apoiar o desenvolvimento”. Textos para Discussão CEPAL-IPEA, 14. Brasília, DF: CEPAL /IPEA.

CARVALHO, F.J.C. (2014) “Can Basel III Work When Basel II Didn't?”. In: Papadimitriou, D. (Ed.) *Contributions to Economic Theory, Policy, Development and Finance: Essays in Honor of Jan A. Kregel*. London: Palgrave Macmillan.

CARVALHO, F.J.C. (2015) “Financial Fragility and Systemic Crises”. In: Carvalho, F. J. C. *Liquidity Preference and Monetary Economies*. New York: Routledge.

CARVALHO, F.J.C.; SOUZA, F.E.P.; SICSÚ, J.; PAULA, L.F.R.; STUDART, R. (2015) *Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política*. 3ª edição. Rio de Janeiro: Elsevier.

CASSIDY, J. (2008) The Minsky Moment. *The New Yorker*, 04 fev. Disponível em: <https://www.newyorker.com/magazine/2008/02/04/the-minsky-moment>.

CHICK, V. (1992) “The evolution of the banking system and the theory of saving, investment and interest”. In: Arestis, P.; Dow, S. (Eds.) *On Money, Method and Keynes: Selected Essays*. London: Palgrave Macmillan.

DESPEIGNES, B. (2000) “Greenspan put’ may be encouraging complacency”. *Financial Times*, 08 dez.

DYMSKI, G.A. (2011) “Genie out of the Bottle: The Evolution of Too-Big-to-Fail Policy and Banking Strategy in the US”. *Mimeo*.

FIANI, R. (2013) “Teoria dos Custos de Transação”. In: Kupfer, D.; Hasenclever, L. (Orgs.) *Economia Industrial: Fundamentos Teóricos e Práticas no Brasil*: 171-181. Rio de Janeiro: Elsevier.

G20. (2008) *Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy*. Washington, DC, USA. G20 Research Group, Munk School of Global Affairs & Public Policy, University of Toronto.

G30. (2008) *The Structure of Financial Supervision: Approaches and Challenges in a Global Marketplace*. Washington D.C.: The Group of Thirty.

GOODHART, C. (2009) *The Regulatory Response to the Financial Crisis*. Cheltenham: Edward Elgar.

GOODHART, C.; HARTMANN, P.; LLEWELLYN, D.; ROJAS-SUAREZ, L.; WEISBROD, S. (1998) *Financial Regulation: Why, How and Where Now?* New York: Routledge.

GREENSPAN, A. (2008) Statement of Alan Greenspan, House Hearing, 110 Congress, Second Session, The Financial Crisis and The Role Of Federal Regulators Before The Committee On Oversight And Government Reform, October 23, Serial No. 110-209.

GURLEY, J.; SHAW, E. (1955) “Financial Aspects of Economic Development”. *The American Economic Review*, 45(4): 515-538.

HELLEINER, E. (2014) *The Status Quo Crisis: Global Financial Governance After the 2008 Meltdown*. New York: Oxford University Press.

HELLEINER, E. (1994) *States and the Reemergence of Global Finance: From Bretton Woods to Global Finance*, Cornell University Press

HERMANN, J. (2011) “Bancos públicos em sistemas financeiros maduros: perspectivas teóricas e desafios para os países em desenvolvimento”. *Revista de Economia Política*, 31(3): 397-414.

HERMANN, J.; PAULA, L. (2014) “Economic Development and the Functionality of the Financial System in Brazil: A Keynesian Approach”. In: Bresser-Pereira, L., Kregel, J.; Burlamaqui, L. (Eds.) *Financial Stability and Growth: Perspectives on financial regulation and new developmentalism*. New York: Routledge.

IBASE. (2010) *O que fazem os sistemas financeiros e seus reguladores?* Rio de Janeiro: Instituto Brasileiro de Análises Sociais e Econômicas (Ibase).

KEYNES, J.M. (1937) “The Ex-Ante Theory of the Rate of Interest”. *Economic Journal*, 47(188): 663–68.

KEYNES, J.M. (2007) *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. London: Palgrave Macmillan.

KINDLEBERGER, C.; ALIBER, R. (2011) *Manias, panics, and crashes: A history of financial crises*. New York: Palgrave Macmillan.

KREGEL, J. (1998) “The Past and Future of Banks”. *Quaderni di Ricerche* 21. Milano: Bancaria Editrice.

KREGEL, J. (2008) “Minsky’s cushions of safety systemic risk and the crisis in the U.S. subprime mortgage market”. *Levy Economics Institute Public Policy Brief*, 93.

KREGEL, J. (2014) “Minsky and Dynamic Macroprudential Regulation”. *Levy Economics Institute Public Policy Brief*, 131.

KREGEL, J. (2015) “Financial Governance After the Great Recession: What Changed and What Didn’t?”. *Revista do Serviço Público Brasília*, 66 (Especial): 9-28.

LEDYARD, J. (2008) “Market Failure”. In: Durlauf, S.; Blume, L. (eds.) *The New Palgrave Dictionary of Economics Online*. London: Palgrave Macmillan.

LEVINE, R. (2005) “Finance and Growth: theory and evidence”. In: Aghion, P.; Durlauf, S.N. (Orgs.) *Handbook of Economic Growth*, Vol. 1A, Capítulo 12. Amsterdam: North-Holland.

LLEWELLYN, D. (1999) “The Economic Rationale for Financial Regulation”. *Financial Services Authority (FSA) Occasional Paper Series*, 1. London: FSA.

MARTINS, N.M. (2018) “A crise do sistema financeiro globalizado contemporâneo: perspectivas a partir da reforma regulatória global pós-2008”. *Revista de Economia Política*, 38(4): 650-669.

MEHRLING, P. (1999) “The vision of Hyman P. Minsky”. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 39: 129–158.

MEHRLING, P. (2013) “The Inherent Hierarchy of Money.” In: Taylor, L.; Rezai L.; Michl, T. (Eds.) *Social Fairness and Economics: Economic Essays in the Spirit of Duncan Foley*. New York: Routledge, 394-404.

MINSKY, H.P (1959) “Bank Portfolio Determination”. *Hyman P. Minsky Archive*, 2.

MINSKY, H.P (1967) “Financial intermediation in the money and capital markets”. In: Pontecorvo, G., Shay, R.P.; Hart, A.G. (Eds.) *Issues in Banking and Monetary Analysis*. New York: Holt, Rinehart and Winston, 33–56.

MINSKY, H.P (1975) “Notes on: Suggestions for a Cash Flow Oriented Bank Examination”. *Hyman P. Minsky Archive*, 176.

MINSKY, H.P. (1986) “Global Consequences of Financial Deregulation”. *Hyman P. Minsky Archive*, 378.

MINSKY, H.P. (1992) “The Financial Instability Hypothesis”. *Levy Economics Institute Working Paper*, 74.

MINSKY, H.P. (1994a) “Regulation and Supervision”. *Hyman P. Minsky Archive*, 443.

MINSKY, H.P. (1994b) “Issues in Bank Regulation and Supervision”. *Hyman P. Minsky Archive*, 72.

MINSKY, H.P. (2005) *Induced investment and business cycles*. Cheltenham: Edward Elgar.

MINSKY, H.P. (2008) *Stabilizing an Unstable Economy*. New York: McGraw Hill.

MINSKY, H.P.; CAMPBELL, C. (1987). “How to Get Off the Back of a Tiger, or, Do Initial Conditions Constrain Deposit Insurance Reform?” In *Merging Commercial and Investment Banking—Risks, Benefits, Challenges: Proceedings, A Conference on Bank Structure and Competition*, 252–66. Chicago: Federal Reserve Bank of Chicago.

NIELSON, D. (2019) *Minsky*. Cambridge: Polity Press (Key Contemporary Thinkers).

PAPADIMITRIOU, D.; WRAY, L. (2010) *The Elgar Companion to Hyman Minsky*. Cheltenham, UK: Edward Elgar.

PAULA, L.F.R. (2014) *Sistema Financeiro, Bancos e Financiamento da Economia: Uma Abordagem Keynesiana*. Rio de Janeiro: Campus/Elsevier.

STIGLITZ, J. (1989) “Financial Markets and Development”. *Oxford Review of Economic Policy*, 5 (4): 55-68.

STIGLITZ, J. (1994) “The Role of the State in Financial Markets”. *Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics 1993*.

STIGLITZ, J. (2010) *Freefall: America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy*. New York and London: W. W. Norton & Company.

STUDART, R. (1995) “The efficiency of financial systems, liberalization, and economic development”. *Journal of Post Keynesian Economics*, 18(2): 269-292.

TOOZE, A. (2018) *Crashed: How a Decade of Financial Crises Changed the World*. New York: Viking (Penguin Books).

TORRES FILHO, E.T. (2014) “A Crise do Sistema Financeiro Globalizado Contemporâneo”. *Revista de Economia Política*, 34(3): 433-450.

TORRES FILHO, E.T. (2019) “A Moeda em Minsky e o Atual Sistema Monetário Globalizado Americano”. Instituto de Economia da UFRJ (Texto para Discussão nº 012).

TORRES FILHO, E.T.; BORÇA, G. (2009) “As Origens e Desdobramentos da Crise do Subprime”. In: Ferreira, M.; Meirelles, B. (eds). *Ensaio sobre Economia Financeira*. Rio de Janeiro: BNDES.

WRAY, L.R. (2017) *Why Minsky matters: an introduction to the work of a maverick economist*. Princeton, N.J., Princeton University Press.

YAZBEK, O. (2007) *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier.