

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

ARTHUR GUALBERTO BACELAR DA CRUZ URPIA

**O SISTEMA FINANCEIRO DOS EUA:
DA GLASS-STEAGALL À LEI DODD-FRANK**

RIO DE JANEIRO
2015

ARTHUR GUALBERTO BACELAR DA CRUZ URPIA

**O SISTEMA FINANCEIRO DOS EUA:
DA GLASS-STEAGALL À LEI DODD-FRANK**

Tese de Doutorado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia do Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Doutor em Ciências Econômicas

Orientador: José Carlos Rocha Miranda

**Rio de Janeiro
2015**

FICHA CATALOGRÁFICA

U78 Urpia, Athur Gualberto Bacelar da Cruz.
O sistema financeiro dos EUA : da Glass-Steagall à Lei Dodd-Frank / Arthur Gualberto Bacelar da Cruz Urpia. – 2015.
245 f. ; 31 cm.

Orientador: José Carlos Rocha Miranda.
Tese (Doutorado) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto de Economia,
Programa de Pós-Graduação em Economia, 2015.
Referências: f. 233-244

1. Macroeconomia Financeira. 2. Sistema Financeiro Americano. 3. Desregulamentação Financeira. 4. Crise. 5. Reforma Financeira. I. Miranda, José Carlos Rocha, orient. II. Universidade Federal do Rio de Janeiro. Instituto de Economia. III. Título.

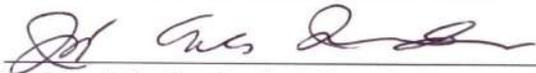
ARTHUR GUALBERTO BACELAR DA CRUZ URPIA

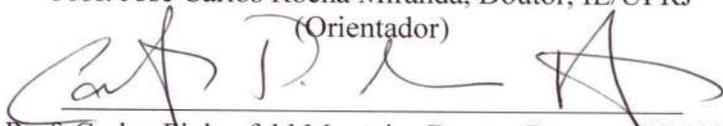
**O SISTEMA FINANCEIRO DOS EUA:
DA GLASS-STEAGALL À LEI DODD-FRANK**

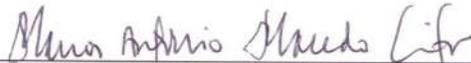
Tese de Doutorado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia do Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Doutor em Ciências Econômicas

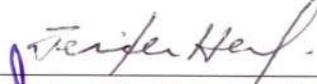
Aprovada em: 27/03/2015

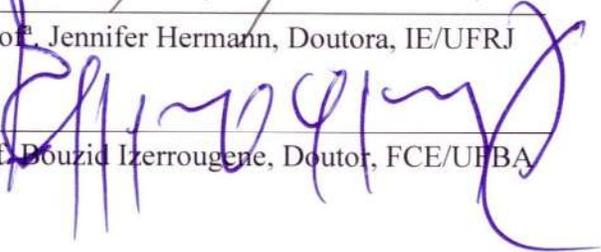
BANCA EXAMINADORA:


Prof. José Carlos Rocha Miranda, Doutor, IE/UFRJ
(Orientador)


Prof. Carlos Pinkusfeld Monteiro Bastos, Doutor, IE/UFRJ


Prof. Marcos Antonio Macedo Cintra, Doutor, IPEA


Prof. Jennifer Hermann, Doutora, IE/UFRJ


Prof. Bouzid Izerrougene, Doutor, FCE/UFBA

AGRADECIMENTOS

Agradeço a toda minha família: mãe, avó (*In Memoriam*), irmãos, pai, sobrinha, avô, afilhado, primos, tios. Todos foram, são e continuaram sendo extremamente importantes em tudo o que faço.

Agradeço à minha companheira, Kátia, por todo carinho, dedicação e compreensão durante a elaboração desta Tese.

Ao meu amigo e orientador, José Carlos Miranda, agradeço os ensinamentos, as palavras de incentivo e toda atenção dedicada durante a elaboração da Tese.

Aos membros da banca, agradeço a participação e por se disponibilizarem para contribuir para o amadurecimento deste trabalho com os seus comentários e ensinamentos.

Aos colegas da UFRJ, que sempre me apoiaram e compartilharam desse período especial da minha vida.

Quero agradecer também ao CNPQ pelo financiamento do trabalho.

Por fim, quero agradecer a todos que sempre me apoiaram e sempre me deram carinho. O que realmente importa na vida não são as coisas materiais, mas, sim, o amor que se recebe!

DEDICATÓRIA

Dedico este trabalho à minha família, companheira e amigos!

RESUMO

URPIA, Arthur Gualberto Bacelar da Cruz Urpia. **O SISTEMA FINANCEIRO DOS EUA: DA GLASS-STEAGALL À LEI DODD-FRANK.** Rio de Janeiro, 2015. Tese (Doutorado em Ciências Econômicas) – Programa de Pós-Graduação em Economia do Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2015.

Diante da grande instabilidade financeira observada durante as primeiras décadas do século XX nos EUA, a estrutura institucional do seu sistema financeiro foi amplamente reformada. O *Banking Act* (Lei Bancária) de 1933 (também conhecida como *Glass-Steagall Act*) foi o ponto central da reforma financeira. A Lei Bancária provocou uma grande mudança no sistema financeiro americano ao introduzir a segmentação no mercado bancário, classificando os bancos de acordo com as funções que deveriam exercer: bancos comerciais, bancos de investimento e *Savings & Loans*. A Lei Bancária ampliou a estabilidade do sistema financeiro americano, chegando a ser considerada como um dos pilares para o crescimento vigoroso da economia americana, principalmente, após a Segunda Guerra Mundial, período denominado de anos dourados do capitalismo. Entretanto, como a Lei Bancária não concedeu monopólio de criação de liquidez aos bancos comerciais (que eram as instituições mais reguladas), ela se mostrou altamente anticoncorrencial, ampliando as distorções de natureza competitiva entre as instituições financeiras depositárias e as não depositárias. Com a crise econômica americana no início da 1970, o modelo de sistema financeiro criado pela Lei Bancária começou a ser questionado. A partir de então, o sistema financeiro americano apresentou mudanças significativas, que foram delineadas pelas alterações na sua estrutura regulatória, pela criação de novos instrumentos financeiros e pela formação do *global shadow banking system*. Estas mudanças ampliaram a fragilidade financeira dos EUA, tornando-o mais propenso a situações de crises financeiras, tal como a crise do *subprime*. Com o intuito de evitar uma nova crise sistêmica global e de diminuir o grau de fragilidade financeira, os EUA implantou uma nova reforma financeira, a Lei Dodd-Frank. Com isto, o objetivo geral desta Tese é realizar uma análise crítica da Lei Dodd-Frank a partir das contribuições teóricas dos autores do Keynesianismo Financeiro.

Palavras-chave: Macroeconomia Financeira, Sistema Financeiro Americano, Desregulamentação Financeira, Crise, Reforma Financeira.

ABSTRACT

URPIA, Arthur Gualberto Bacelar da Cruz Urpia. **O SISTEMA FINANCEIRO DOS EUA: DA GLASS-STEAGALL À LEI DODD-FRANK.** Rio de Janeiro, 2015. Tese (Doutorado em Ciências Econômicas) – Programa de Pós-Graduação em Economia do Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2015.

In the face of great financial instability observed during the first decades of the twentieth century in U.S.A., the institutional structure of the financial system was largely reformed. The Banking Act of 1933 (also known as the Glass-Steagall Act) was the focus of financial reform. The Banking Act caused a great change in the U.S.A. financial system by introducing segmentation in the banking market, sorting banks according to the functions they should to exercise: commercial banks, investment banks and Savings & Loans. The Banking Act increased the U.S.A. financial system stability, coming to be regarded as one of the pillars for its strong economic growth, especially after the Second World War, period called golden age of capitalism. However, as the Banking Act did not grant monopoly to create liquidity to commercial banks (which were the most regulated institutions), it was highly anti-competitive, increasing distortion of competitive nature between depository financial institutions and non-depositories. With the economic crisis of U.S.A. in early 1970, the financial system model created by the Banking Act began to be questioned. From then on, the American financial system showed significant changes, which were outlined by the changes in its regulatory framework, by creation of new financial instruments and by formation of the global shadow banking system. These changes increased the US financial fragility, making it more prone to situations of financial crises, such as the subprime crisis. In order to avoid a new global systemic crisis and reduce the degree of financial fragility, the U.S.A. implemented a new financial reform, the Dodd-Frank Act. With this, the general objective of this Thesis is to make a critical analysis of the Dodd-Frank Act from the theoretical contributions of the authors of Financial Keynesianism.

Keywords: Financial Macroeconomics, American Financial System, Financial Deregulation, Crisis, Financial Reform.

LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1 – O comportamento de financiamento de uma empresa representativa	42
FIGURA 2 – Número de Falência Bancária nos EUA entre 1934-1995	114
FIGURA 3 – A mobilidade de capital e a incidência de crises bancárias (1800-2008)	121
FIGURA 4 – A ligação entre Bancos Comerciais e o GSBS via o processo de securitização	139
FIGURA 5 – Passivo dos Bancos Comerciais e Passivo do GSBS, em trilhões de dólares..	143
FIGURA 6 – Mudanças nos Bancos regulados e no GSBS desde 2007	145
FIGURA 7 – Participação por tipo de credor na geração de hipotecas nos EUA entre 1970 a 2000.....	153
FIGURA 8 – Preço dos imóveis residenciais nos EUA – 1992 a 2008 (variação em relação ao mesmo trimestre do ano anterior).....	154
FIGURA 9 – Evolução da taxa de famílias proprietárias de residência	155
FIGURA 10 – Evolução da meta da <i>Federal Funds Rate</i> - % a.a. (jan-99 a dez-08).....	160
FIGURA 11 – Variação acumulada (em 12 meses) dos preços dos imóveis, taxa de inadimplência e de execuções do segmento <i>subprime</i> para o período de 1998 ao segundo semestre de 2008.....	162
FIGURA 12 – Decomposição da Estimativa MUNFI por Setores no Final do Ano de 2013 (em %)......	169
FIGURA 13 – Total de Ativos Financeiros dos Intermediários Financeiros (em trilhões de dólares)......	172
FIGURA 14 – Participação dos Intermediários Financeiros no Total dos Ativos Financeiros (em %)......	173
FIGURA 15 – Total dos Ativos MUNFI em Relação ao PIB.....	174
FIGURA 16 – Taxa de Crescimento dos Ativos MUNFI por setor para o ano de 2013 e o Crescimento Médio para o Período entre 2007 a 2012.....	175
FIGURA 17 – Ativos das Instituições Financeiras dos EUA (em bilhões de dólares)	177
FIGURA 18 – Evolução da Composição do balanço do Federal Reserve (Em US\$ bilhões) – Jan/2007 a set/2009.....	184
FIGURA 19 – Empréstimos para empresas comerciais e industriais (C&I) de grandes bancos superiores a US\$10 bilhões de ativos (Em US\$ bilhões)......	186

FIGURA 20 – Empréstimos para empresas comerciais e industriais (C&I) de médios e pequenos bancos superiores a U\$10 bilhões de ativos (Em US\$ bilhões).....	187
FIGURA 21 – Percentual de regras da reforma implementadas ao longo dos últimos quatro anos.	214
FIGURA 22 – Estágio de implementação da Lei Dodd-Frank (em 18 de Julho de 2014)....	215
FIGURA 23 - Uma análise da evolução da implementação da Lei Dodd-Frank por agências reguladoras (em julho de 2014).	217
FIGURA 24 – Uma análise do processo de implementação da reforma por temas selecionados (em julho de 2014).	218
FIGURA 25 – Uma análise atualizada do processo de implementação da reforma por temas selecionados (em dezembro de 2014).	220

LISTA DE QUADROS E TABELAS

QUADRO 1 – Recomendações do <i>President’s Commission on Housing</i> relacionadas com o desenvolvimento do mercado secundário de hipotecas	150
TABELA 1 – Emissão de hipotecas nos EUA para o período de 2001 a 2006	157
TABELA 2 – Principais perdas associadas às hipotecas <i>subprime</i> até meados de outubro de 2008 (Em US\$ Bilhões)	166
TABELA 3 – Participação dos Países no Total dos Ativos MUNFI para os anos de 2007 e de 2013 (em percentagem).....	171
TABELA 4 – Crescimento Anual dos Intermediários Financeiros Não-Bancários (em percentagem)	176

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABCP	Asset Backed Commercial Papers
ABS	Asset Backed Securities
AIG	American International Group
ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
ANPRM	Advance Notice of Proposed Rule Making
ARM	Adjustable Rate Mortgage
ATS	Automatic Transfer Services
AUS	Automated Underwriting System
AVM	Automated Valuation Model
BACEN	Banco Central
BCFP	Bureau of Consumer Financial Protection
BIF	Bank Insurance Fund
BIS	Bank for International Settlements
CDBs	Small Community Development Banks
CDRI ACT	Riegle Community Development and Regulatory Improvement Act
CDO	Collateralized Debt Obligation
CD	Certificados de Depósitos
CDS	Collateralized Default Swap
CEBA	Competitive Equality Banking Act
CFTC	Commodity Futures Trading Commission
CMBS	Conventional Mortgage-Backed Securities
CMO	Collateralized Mortgage Obligation
CP	Commercial Paper

CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DIA	Depository Institutions Act
DIDMCA	Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act
DMCA	Deregulation and Monetary Control Act
DSGE	Equilíbrio Geral Estocástico Dinâmico
DRR	Designated Reserve Ratio
EDS	Equity Default Swaps
EUA	Estados Unidos da América
FANNIE MAE	Federal National Mortgage Association
FASB	Financial Accounting Standards Board
FBSEA	Foreign Bank Supervision Enhancement Act
FDIC	Federal Deposit Insurance Corporation
FDICIA	Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act
Fed	Federal Reserve
FHA	Federal Housing Administration
FHC	Financial Holding Company
FHLB	Federal Home Loan Banks
FHLBB	Federal Home Loan Bank Board
FHLBS	Federal Home Loan Bank System
FINE Study	House of Representatives Subcommittee on Financial Institutions, Supervision, Regulation, and Insurance
FIRREA	Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act
FNMA	Federal National Mortgage Association
FREDDIE MAC	Federal Home Loan Mortgage Corporation
FSB	Financial Stability Board
FSLIC	Federal Savings and Loan Insurance Corporation

FSOC	Financial Stability Oversight Council
GINNIE MAE	Government National Mortgage Association
GLBA	Gramm-Leach-Bliley Act
GS	Goldman Sachs
GSBS	Global Shadow Banking System
GSE	Government-Sponsored Enterprise
HELOC	Home Equity Line of Credit
HMDA	Home Mortgage Disclosure Act
HOLC	Home Owners' Loan Corporation
HUD	U.S. Department of Housing and Urban Development
Hunt Commission	Comissão Presidencial sobre a Estrutura Financeira e Regulação
IFD	Instituições Financeiras Depositárias
IT	Information Technology
JMK	John Maynard Keynes
JPM	JPMorgan Chase
LEAN	Leaning Against the Wind
Lei Dodd-Frank	Lei Dodd-Frank de Reforma de Wall Street e de Proteção a Consumidores
LPFCs	Limited-Purpose Finance Companies
LTV	Loan-To-Value
MBB	Mortgage-Backed Bond
MBS	Mortgage Backed Securities
MMIFL	Money Market Investor Funding Facility
MMMF	Money Market Mutual Funds
MOC	Mortgage Origination Commission
MTN	Medium-Term Notes

NRSRO	Nationally Recognized Statistical Rating Organization
NPRM	Notice of Proposed Rule Making
OCC	Office of the Comptroller of the Currency
OFHEO	Office of Federal Housing Enterprise Oversight
OLA	Orderly Liquidation Authority
OTC	Over The Counter
OTS	Office of Thrift Supervision
PC	Participation Certificate
PIB	Produto Interno Bruto
PMD	Países Menos Desenvolvidos
PWG	President's Working Group on Financial Markets
QE	Quantitative Easing
REPOS	Repurchase Agreements
RFC	Reconstruction Finance Corporation
Riegle-Neal Act	Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act
RTC	Resolution Trust Corporation
SAIF	Savings Association Insurance Fund
SEC	Securities and Exchange Commission
S&Ls	Savings and Loans
SFH	Sistema Financeiro de Habitação
SIFIs	Systemically Important Financial Institutions
SIV	Special Investment Vehicles
SMMEA	Secondary Mortgage Market Enhancement Act
SPV	Special Purpose Vehicle
TAC	Term Auction Credit

TALF	Term Asset-Backed Securities Loan Facility
TARP	Troubled Asset Relief Program
TBTF	Too Big To Fail
TCE	Tangible Common Equity
TG	Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda
TILA	Truth in Lending Act
VaR	Value at Risk
ZIRP	Zero Interest Rate Policy

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	16
CAPÍTULO 1: MACROECONOMIA FINANCEIRA	24
1.1 FUNDAMENTOS TEÓRICOS DO KEYNESIANISMO FINANCEIRO	24
1.1.1 A hipótese de instabilidade financeira	24
1.1.1.1 Teoria do investimento de Keynes segundo H. Minsky	25
1.1.1.2 A teoria financeira do investimento do Minsky	37
1.1.1.3 O papel das instituições financeiras.....	44
1.1.1.4 O resultado kaleckiano e a importância do grande governo	51
1.1.1.5 As posturas financeiras dos agentes	54
1.2 FUNDAMENTOS TEÓRICOS DO NOVO CONSENSO	58
1.2.1 As lições da recente crise financeira internacional para os economistas do Novo Consenso	63
1.2.2 Repensando a política de estabilidade financeira	65
1.3 CONCLUSÕES E POSICIONAMENTO NO DEBATE	68
CAPÍTULO 2: POLÍTICAS DE ESTABILIDADE – REFORMAS FINANCEIRAS E GESTÃO MONETÁRIA NA VISÃO DO KEYNESIANISMO FINANCEIRO	70
2.1 AS RECENTES CONTRIBUIÇÕES SOBRE POLÍTICAS DE ESTABILIDADE FINANCEIRA:	77
2.2 A RELAÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA COM A POLÍTICA DE ESTABILIDADE FINANCEIRA	97
CAPÍTULO 3: UM PANORAMA DO SISTEMA FINANCEIRO AMERICANO – DA REFORMA DE 1930 AO PROCESSO DE DESREGULAMENTAÇÃO FINANCEIRA	102
3.1 A REFORMA FINANCEIRA DOS EUA DA DÉCADA DE 1930	102
3.2 INOVAÇÕES FINANCEIRAS E A REESTRUTURAÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO AMERICANO.....	108
3.3 A DESREGULAMENTAÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO DOS EUA	116
3.3.1 As etapas do processo de desregulamentação do sistema financeiro americano	122
CAPÍTULO 4: A CRISE DO SUBPRIME E A INSTABILIDADE FINANCEIRA GLOBAL	134
4.1 ANTECEDENTES: O GLOBAL SHADOW BANKING SYSTEM (GSBS)	134
4.2 A CRISE DO SUBPRIME	145
4.2.1 Um Panorama do Mercado Imobiliário Norte-Americano	146
4.2.2 A Eclosão da Crise do <i>Subprime</i>	159
CAPÍTULO 5: UMA ANÁLISE DO GSBS PARA O PÓS-CRISE 2007-2008	169
CAPÍTULO 6: A NOVA REFORMA DO SISTEMA FINANCEIRO DOS EUA: A LEI DODD-FRANK	179
6.1 ANTECEDENTES DA ATUAL REFORMA FINANCEIRA	179
6.2 O PROCESSO DE CONCEPÇÃO DA LEI DODD-FRANK	187
6.3 PRINCIPAIS TEMAS DA LEI DODD-FRANK.....	193

6.3.1 A segurança sistêmica e as normas para lidar com as instituições ‘grandes demais para falir’	195
6.3.2 A regra de Volcker	200
6.3.3 Derivativos	202
6.3.4 Agências de classificação de risco	205
6.3.5 A regulamentação sobre a securitização.....	206
6.3.6 A reforma aos fundos de <i>hedge</i>	209
6.3.7 A emenda Collins.....	209
6.3.8 Provisionamento de liquidez	210
6.3.9 A estrutura regulatória dos EUA.....	211
6.3.10 Bureau de proteção a consumidores	212
6.3.11 Remuneração de executivos	213
6.4 UMA ANÁLISE DO ATUAL ESTÁGIO DE IMPLEMENTAÇÃO DA LEI DODD-FRANK	213
6.5 UMA ANÁLISE CRÍTICA DA LEI DODD-FRANK A PARTIR DA CONCEPÇÃO TEÓRICA DO KEYNESIANISMO FINANCEIRO	221
CONSIDERAÇÕES FINAIS	231
REFERÊNCIAS	233
APÊNDICE	245

INTRODUÇÃO

Diante da grande instabilidade financeira observada durante as primeiras décadas do século XX nos EUA, a estrutura institucional do seu sistema financeiro foi amplamente reformada. O *Banking Act* (Lei Bancária) de 1933 (também conhecida como *Glass-Steagall Act*) foi o ponto central da reforma financeira. O principal objetivo da Lei Bancária, segundo Isenberg (2006), foi restaurar a confiança no sistema financeiro de depósito para que ele pudesse se concentrar em cumprir o seu principal objetivo, que é o de financiar o crescimento econômico. Para tal, houve a criação do FDIC (*Federal Deposit Insurance Corporation*) – instituição que garantiria os depósitos bancários através de um fundo que seria formado por dinheiro recolhido dos bancos.

A Lei Bancária provocou uma grande mudança no sistema financeiro americano ao introduzir a segmentação no mercado bancário, classificando os bancos de acordo com as funções que deveriam exercer: bancos comerciais, bancos de investimento e *Savings & Loans*. A segmentação do mercado bancário visava evitar que os bancos comerciais ficassem expostos aos riscos que as operações com títulos apresentavam. Desta forma, a Lei Bancária criou um sistema financeiro segmentado e com uma forte regulamentação sobre as instituições financeiras depositárias, que proporcionou uma estabilidade financeira nos EUA durante quase quatro décadas. A Lei Bancária chegou a ser considerada como um dos pilares para o crescimento vigoroso da economia americana, principalmente, após a Segunda Guerra Mundial, período denominado de anos dourados do capitalismo.

Como a Lei Bancária não concedeu monopólio de criação de liquidez aos bancos comerciais (que eram as instituições mais reguladas), ela se mostrou altamente anticoncorrencial, ampliando as distorções de natureza competitiva entre as instituições financeiras depositárias e as não depositárias. Com a crise econômica americana no início da década de 1970, o modelo de sistema financeiro criado pela Lei Bancária começou a ser questionado. A partir de então, o sistema financeiro americano apresentou mudanças significativas, que foram delineadas pela criação de inovações financeiras, pelas alterações na sua estrutura regulatória e pela formação do *global shadow banking system*.

As inovações financeiras desempenharam tanto uma função microeconômica, viabilizando as estratégias concorrenciais das instituições financeiras, quanto macroeconômica, já que atenuam o processo de elevação pró-cíclica das taxas de juros, servindo para ampliar o endividamento dos agentes econômico. Conseqüentemente, verifica-se o aumento da fragilidade patrimonial destes agentes e da instabilidade financeira no sentido minskyano. (CAGNIN, 2009). Além disso, as inovações financeiras do período também desempenharam um importante papel para o desenvolvimento do processo de desregulamentação financeira, dado que as inovações financeiras permitem que as instituições contornem a regulação imposta pelas autoridades regulatórias, provocando a obsolescência do arranjo institucional. Portanto, as inovações financeiras exerceram um papel central na reestruturação do sistema financeiro americano. Esse processo de reestruturação ampliou o grau de instabilidade do sistema financeiro americano, sendo observadas situações de *credit crunch* ao longo das décadas de 1960 e 1970; além de uma grande crise bancária e das *Savings & Loans* na década de 1980.

Os primeiros passos em prol da introdução do processo de desregulamentação financeira nos EUA foram dados ainda no governo do presidente Richard Nixon, que promoveu um amplo debate sobre regulação financeira, estrutura de mercado e competição. A desregulamentação do sistema financeiro foi efetivamente implantada nos EUA gradualmente a partir da década de 1980, quando a criação de importantes leis e a adesão ao Acordo de Basileia I (em 1988) modificaram a estrutura financeira dos EUA. Segundo Isenberg (2006), a principal motivação do processo de desregulamentação financeira era confiar mais na tomada de decisão do mercado financeiro e menos na tomada de decisão das agências reguladoras. De forma geral, verifica-se que o período que vai de 1980 a 2000 é marcado por uma série de leis que alteraram profundamente o sistema financeiro americano, eliminando, principalmente, a segmentação do mercado financeiro e a regulamentação e supervisão mais rígida às instituições financeiras depositárias. Para Minsky (1986), com o processo de desregulamentação financeira, a economia americana se transformou de uma estrutura que poderia ser caracterizada como ‘robusta’ para uma estrutura ‘frágil’, tornando-se mais propensa a situações de crises financeiras.

Outro importante fator que contribuiu para a mudança do sistema financeiro americano foi a formação do *global shadow banking system* (GSBS, ‘Sistema Bancário Global na Sombra’ ou paralelo). O termo GSBS é descrito como intermediação de crédito envolvendo entidades e

atividades que estão fora do sistema bancário regulado, mas que agem tal como bancos. (FSB, 2011). As instituições que compõem o GSBS são consideradas à sombra (*'shadow'*) por não estarem incluídas na estrutura regulatória existente: elas não tinham acesso aos seguros de depósitos e/ou às operações de redesconto dos bancos centrais, como também não estavam sujeitas às normas prudenciais dos Acordos de Basileia. A formação do GSBS alterou profundamente a arquitetura financeira dos EUA e do mundo.

As instituições que compõem o GSBS captavam recursos no mercado monetário (elas não eram habilitadas para captar recursos via depósitos, tal como as instituições que operam com a carteira comercial), principalmente, emitindo títulos de curto prazo (tais como os *commercial papers*). Já a forma de atuação destas instituições se dava de duas formas: no mercado de derivativos, vendendo proteção contra riscos de crédito para os bancos comerciais; e nos produtos estruturados, adquirindo os títulos emitidos pelos bancos com rentabilidade vinculada ao reembolso dos créditos que estes concederam. (FARHI, 2011). Portanto, observa-se que as instituições que compõem o GSBS se tornaram participantes do mercado de crédito (captando recursos de curto prazo para financiar crédito de longo prazo) e exerciam a função de assumir a contraparte das operações dos bancos.

Tal como demonstrado com a recente crise financeira, as operações do GSBS se tornaram uma ampla fonte de risco sistêmico, tanto diretamente através das suas próprias atividades como pelas interconexões criadas com o sistema bancário regulado. (FSB, 2011). Em relação às próprias operações das instituições pertencentes ao GSBS, através da captação de recursos de curto prazo, estas instituições agiam normalmente alavancadas fornecendo financiamentos e investindo em ativos de longo prazo e ilíquidos. Além disso, por não terem acesso aos seguros de depósitos e às operações de redesconto, estas instituições eram altamente vulneráveis tanto a uma corrida dos investidores quanto a desequilíbrios patrimoniais. Assim, estas instituições não só carregavam risco de crédito, como também operavam com descasamento de prazos. Segundo Pozsar *et al* (2010, p. 1), “(...) a dependência dos intermediários de crédito sobre o passivo de curto prazo para financiar ativos ilíquidos de longo prazo é uma atividade inerentemente frágil”.

Em relação as interconexões entre os bancos e instituições não bancárias pertencentes ao GSBS, observa-se que os bancos podem ser expostos ao risco das operações do GSBS de algumas maneiras. São elas: i) através de exposições temporárias (*warehousing*); ii) através da

oferta de financiamento ou por meio de linhas de crédito contingente, e; iii) através das ligações pelo lado do passivo, dado que os bancos podem ser financiados por entidades que fazem parte do GSBS (tal como os fundos do mercado monetário). (FSB, 2011). Segundo Farhi e Prates (2012, p. 92), a forma de atuação dos bancos universais e dos agentes que compõe o GSBS (agindo como contrapartida daqueles) fez com que houvesse “(...) uma interpenetração de modo quase inextricável, entre os balanços dos dois sistemas – regulado e ‘na sombra’ – que ocorreu tendo como pano de fundo as complexas relações no mercado de balcão”. As autoras chamam a atenção para a importância das operações envolvendo os derivativos de crédito e o mercado de balcão para que houvesse a interconexão entre os bancos universais e o GSBS. A expansão global não devidamente supervisionada das operações de derivativos criou uma cadeia internacional de compromissos que contribuiu para que houvesse o transbordamento da crise dos EUA para outros países. Já a inexistência de câmaras de compensação e de normas e especificações das operações no mercado de balcão colocavam em evidência um elevado risco de inadimplência da contraparte perdedora (risco de contraparte), que estava apta a apresentar um caráter sistêmico diante do efeito dominó que a inadimplência de uma instituição financeira poderia provocar em derivativos de balcão.

Assim, a interpenetração dos balanços dos dois sistemas constituía a pior face da formação do GSBS, pois ela “(...) replicou, multiplicou e redistribuiu, globalmente, os riscos presentes no sistema, bem como os prejuízos deles decorrentes, para uma grande variedade de instituições financeiras” (FARHI; PRATES, 2012, p. 92). Esta interpenetração é um dos elementos vistos como responsável por tornar a crise do *subprime* (que se originou em um segmento específico do mercado de crédito imobiliário americano) em uma crise sistêmica, transformando-se na maior crise econômica desde a Grande Depressão de 1929.

Desta forma, observa-se que as mudanças observadas ao longo das últimas décadas no Sistema Financeiro dos EUA ampliaram a sua instabilidade, resultando na ampliação de ocorrências de crises financeiras. Neste sentido, a crise do *subprime* é uma consequência direta das mudanças observadas no Sistema Financeiro dos EUA, tendo-se em vista que o mercado imobiliário americano foi também altamente afetado pelo processo de desregulamentação financeira.

A grande bolha do mercado imobiliário americano no início dos anos de 2000, que ao estourar deflagrou a crise do *subprime*, foi impulsionada por alguns fatores: i) pela ampliação do

crédito hipotecário americano, que cresceu consideravelmente após a reforma institucional implementada que flexibilizou e desenvolveu o mercado secundário de hipotecas securitizadas (MBS); ii) pela ampliação da escala do mercado imobiliário, que se deu com a inclusão do segmento de hipotecas *subprime* – que é o crédito concedido aos indivíduos sem histórico de crédito ou com histórico de inadimplência, sendo constituído por famílias de baixa renda, e; iii) pela política monetária expansionista praticada pelo Fed logo após a explosão da bolha da internet (ou, como também ficou conhecida, a crise das empresas ‘ponto com’). A taxa de juros em um patamar baixo possibilitava que os credores *subprime* com dificuldade de arcar com os reajustes de suas hipotecas pudessem contratar um novo empréstimo hipotecário para o mesmo imóvel como alternativa para liquidar o financiamento existente. Essa troca permitia a redução do valor das prestações ou o aumento do valor financiado, além de dar início a outro período de prestações fixas baixas e proporcionar ao credor o recebimento de uma soma em dinheiro – que era proporcional à valorização líquida do imóvel. (TORRES F; BORÇA JR, 2009).

Tal processo, entretanto, acabou se tornando uma verdadeira ‘bola de neve’ financeira, que foi caracterizada por diversos autores como um processo Ponziano. Como tal, era altamente dependente das condições de liquidez do mercado financeiro. Assim, uma deteriorização destas condições poderia levar a um processo de inadimplências e execuções, que poderia gerar um processo de deflação de ativos e, conseqüentemente, uma crise neste setor. Tal reversão das condições de liquidez aconteceu quando o Fed reverteu a condução da política monetária com a intenção de conter a inflação. De forma geral, verifica-se que a crise do *subprime* ocorreu devido à elevação da inadimplência e da desvalorização dos imóveis e dos ativos financeiros associados às hipotecas *subprime*. Estes fatores eram a base que sustentavam a lógica especulativa da bolha imobiliária americana.

Como a crise do mercado *subprime* não se limitou apenas ao mercado imobiliário, contaminando outros segmentos do mercado financeiro (tal como o mercado de crédito e a bolsas de valores), observa-se que ela teve uma dimensão sistêmica. Em grande parte, isto se deu pelo intenso uso das técnicas de securitização.

A partir de uma análise minskyana, verifica-se que o processo de liberalização financeira – por ter ampliado a desregulamentação do setor financeiro (e, com isto, ter ampliado o processo de desintermediação financeira) e por ter mudado a arquitetura do sistema financeiro

dos EUA e do mundo, com a criação do *Global Shadow Banking System* – ampliou o grau de fragilidade financeira dos EUA, constituindo-se como causa estrutural da crise do *subprime*. O *boom* do mercado imobiliário americano ampliou o otimismo de diversas instituições financeiras (reguladas e não reguladas), fazendo com que elas passassem a assumir mais riscos – principalmente, pelo uso de inovações financeiras (tais como: a securitização e os derivativos de crédito) e operando com um alto grau de alavancagem – provocando uma grande fragilização dos seus balanços. Esta fragilização ficou cada vez mais evidente com a ampliação da inadimplência das hipotecas imobiliárias, que causou um enorme prejuízo a algumas instituições e a falência de outras. Dado o comportamento dos agentes durante os períodos de otimismo (inovando e assumindo mais riscos), observa-se que o processo de expansão capitalista é inerentemente instável. Assim, faz-se necessário a adoção de políticas de estabilidade financeira (regulação e supervisão financeira) para atenuar esta instabilidade, algo que se daria via reformas. Com o intuito de evitar uma nova crise sistêmica global e de diminuir o grau de fragilidade financeira, os EUA está em processo de implementação de uma nova reforma financeira, a Lei Dodd-Frank.

O objetivo geral desta Tese é realizar uma análise crítica da Lei Dodd-Frank a partir das contribuições teóricas dos autores do Keynesianismo Financeiro.

A hipótese deste trabalho é que a nova reforma do sistema financeiro dos EUA (Lei Dodd-Frank) não conseguirá reduzir o grau de fragilidade do sistema financeiro dos EUA a tal ponto de eliminar a possibilidade de ocorrência de novas crises financeiras, por não eliminar as consequências geradas pelo processo de desregulamentação financeira.

Quanto ao procedimento metodológico, será realizado um estudo de caso do sistema financeiro dos EUA por intermédio de uma pesquisa descritiva, em que as principais características do sistema financeiro dos EUA, após a implantação da reforma bancária da década de 1930 até a crise do *subprime*, serão descritas.

Para tal, além dessa Introdução, esta Tese contém mais seis capítulos. O primeiro exhibe os aspectos teóricos da macroeconomia financeira a partir de duas visões teóricas distintas: o keynesianismo financeiro e o novo consenso. A maior atenção dada à visão do keynesianismo financeiro justifica-se por ser uma vertente do pensamento que formaliza a macroeconomia a partir de uma premissa financeira e pelo objetivo central desta tese, que é realizar uma análise

crítica da Lei Dodd-Frank a partir desta visão teórica. Para tal, o capítulo é dividido em três seções: a primeira seção expõe os fundamentos teóricos do keynesianismo financeiro, apresentando passo a passo a construção da hipótese de instabilidade financeira do Minsky; já a segunda seção relata os fundamentos teóricos do Novo Consenso, discutindo, também, as lições da recente crise financeira internacional para os economistas do Novo Consenso e como estes autores estão repensando a política de estabilidade financeira. A terceira seção salienta a diferença que existe entre os autores do keynesianismo financeiro e do Novo Consenso, além de realizar um posicionamento no debate.

O Capítulo 2 – que é intitulado de: Políticas de Estabilidade – Reformas Financeiras e Gestão Monetária na visão do Keynesianismo Financeiro – apresenta as contribuições dos autores do Keynesianismo financeiro para a construção de reformas financeiras que visem ampliar a estabilidade do sistema financeiro, partindo-se da concepção teórica de que o capitalismo é inerentemente instável e que a estabilidade financeira permanente é uma utopia devido ao caráter dinâmico e inovador do sistema financeiro. Este capítulo possui duas seções: a primeira expõe as recentes contribuições sobre políticas de estabilidade financeira, e a segunda explica como deve se dar a relação da política monetária com a política de estabilidade financeira para esta corrente teórica.

O Capítulo 3 constrói um panorama do sistema financeiro americano para o período que vai da reforma de 1930 até a crise do *subprime*, descrevendo as transformações observadas no sistema financeiro americano neste período. Para tal, o capítulo discute a reforma financeira dos EUA da década de 1930, relata as inovações financeiras e o processo de reestruturação do sistema financeiro americano e descreve o processo de desregulamentação do sistema financeiro americano, apresentando as etapas deste processo.

O Capítulo 4 – que é intitulado de: a crise do subprime e a instabilidade financeira global – demonstra os fatores que levaram à crise do *subprime* e como tal crise ganhou um caráter sistêmico e global, tornando-se uma crise financeira internacional. Para atingir tal objetivo, o capítulo possui duas seções: a primeira apresenta os antecedentes da crise, descrevendo a formação do chamado *global shadow banking system*; a segunda explica a crise do *subprime* e relata os seus efeitos.

O Capítulo 5 apresenta os dados mais atuais (de 2008 a 2013) do *global shadow banking system* e do sistema financeiro dos EUA. A análise destes dados é importante para se observar que a Lei Dodd-Frank foi incapaz de lidar com o *shadow banking system* nos EUA.

O Capítulo 6 realiza uma análise crítica da nova reforma financeira dos EUA, a Lei Dodd-Frank, a partir da concepção teórica do Keynesianismo Financeiro. Sendo que, inicialmente, o capítulo relata os antecedentes da atual reforma financeira. Posteriormente, o capítulo apresenta o processo de concepção da Lei Dodd-Frank, seus principais temas e uma análise do atual estágio de implementação. Por fim apresenta-se as principais conclusões da Tese.

CAPÍTULO 1: MACROECONOMIA FINANCEIRA

1.1 FUNDAMENTOS TEÓRICOS DO KEYNESIANISMO FINANCEIRO

O keynesianismo financeiro é uma interpretação da obra de J. M. Keynes sobre a reprodução do capitalismo em que esse pudesse ser teoricamente pensado a partir dos ciclos de negócios onde a instabilidade sistêmica fosse a regra e as rupturas sempre possibilidades. Esta vertente teórica se diferencia de outras teorias consideradas keynesianas, tal como a pós-keynesiana e, principalmente, dos novos-keynesianos

Esta vertente opõe-se à concepção do *mainstream* que, ao partir da ideia de equilíbrio intertemporal, “(...) postula a existência de mercados para os contratos de contingências para eventos em todas as datas futuras e estados do mundo” (KREGEL, 2011, p. 7). Desta forma, não só os possíveis riscos podem ser cobertos, como as contrapartes poderão sempre honrar seus compromissos. Isto significa que todos os resultados possíveis podem ser assegurados, o que praticamente descarta a possibilidade de insolvência nesta abordagem teórica.

Diversos autores contribuíram para o aprimoramento da escola keynesiana não ortodoxa. Minsky, além de ser um precursor, é também um dos economistas de maior relevância e atualidade. Sua hipótese de instabilidade financeira tornou-se o fio condutor dessa vertente teórica.

1.1.1 A hipótese de instabilidade financeira

Enquanto Keynes em sua celebre obra – A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda (de agora em diante TG) – identificou que o sistema capitalista apresentava duas falhas fundamentais – “(...) sua incapacidade para proporcionar o pleno emprego e a sua arbitrária e desigual distribuição da riqueza e das rendas” (KEYNES, 1996, p. 341) – a grande contribuição de Minsky foi salientar mais uma das falhas do sistema capitalista: sua instabilidade inerente. Desta forma, “(...) ao contrário de análises que culpam ‘choques’, ‘abundância irracional’ ou política ‘imprudente’, ele sugeria que os processos geradores de

fragilidade financeira são ‘naturais’ ou inerentes ao próprio sistema¹” (PAPADIMITRIOU; WRAY, 2009, p. 14).

Isto o levou a rejeitar a metodologia do equilíbrio, que considerava como totalmente irrelevante para a compreensão do sistema capitalista. Para Minsky, a economia capitalista poderia proporcionar apenas ‘períodos de tranquilidade’, que seriam caracterizados por um sistema financeiro robusto e poucas inovações financeiras. Porém, durante tais períodos, os aspectos financeiros do investimento tornam-se menos importantes, pois a tranquilidade relativa leva os agentes tanto a assumir mais riscos, quanto a inovar. Esta postura dos agentes amplia suas receitas, porém ao custo de fragilizar as condições que geram ‘coerência’ e ‘tranquilidade’ ao sistema capitalista. Tal hipótese fez com que Minsky não só priorizasse a análise do comportamento dos agentes durante períodos de euforia, ao contrário das análises que enfatizam o colapso, como também o levou a defender que a própria estabilidade é desestabilizadora. Durante o período de estabilidade, as forças de mercado atuantes fariam com que o sistema econômico caminhe para a sua instabilidade.

Segundo Papadimitriou e Wray (2009), Minsky desenvolveu sua hipótese de instabilidade financeira de forma contínua e gradual através das requalificações da teoria keynesiana do investimento ao longo das décadas de 1960, 1970 e 1980. Para esses autores, ao longo dos seus trabalhos, Minsky incorporou a ‘equação de Kalecki’ sobre a relação investimento/lucro; acrescentou o sistema de dois preços de autoria do Keynes; incluiu em seu modelo os balanços setoriais, com ênfase especial no setor financeiro.

1.1.1.1 Teoria do investimento de Keynes segundo H. Minsky

O investimento tem papel central na teoria de Keynes, constituindo-se como a força motriz das flutuações econômicas. Segundo Minsky (2011, p. 120), “(...) a essência da Teoria Geral é a teoria do investimento e o motivo pelo qual este é tão propenso a flutuar”. Para o autor, a teoria de investimento elaborada por Keynes em sua TG deriva de suas observações sobre a instabilidade inerente das decisões de investimento, quando tomadas em condições de incertezas que não são probabilisticamente mensuráveis; e da sua abordagem sobre a

¹ Segundo Papadimitriou e Wray (2009), Minsky considerava que a economia capitalista, na melhor das hipóteses, pode ser considerada apenas como sendo ‘condicionalmente coerente’.

determinação de preços dos bens de capitais e custo da moeda e demais ativos financeiros. A teoria do investimento do Keynes tem de ser entendida a partir da sua teoria de escolha de portfólio, em que cada ativo – que possui determinados atributos em diferentes graus – ‘rivaliza’ com os demais ativos disponíveis para a composição das carteiras de aplicações de capital dos agentes econômicos. Neste sentido, a alocação de portfólio colocaria cada agente frente a duas questões: i) quais ativos deveriam ser mantidos, controlados ou adquiridos, e; ii) de que forma a propriedade ou controle dos ativos seria financiada. Tais questões tratariam “(...) de um mesmo complexo de decisões relativas à posse de diferentes formas de riqueza, em diferentes quantidades e proporções, tendo em vista a acumulação de nova riqueza sob condições determinadas de rentabilidade, risco e segurança frente à incerteza” (POSSAS, 1987, p. 140).

Se, para Keynes, a instabilidade do investimento é a causa imediata da natureza transitória de cada uma das fases do ciclo econômico, por ser o fator mais sujeito a flutuações amplas e repentinas; para Minsky, a causa mais profunda dos ciclos em uma economia com as instituições financeiras complexas é a instabilidade dos portfólios e as inter-relações dos ativos imobilizados e financeiros. Isto porque em uma economia capitalista sofisticada são as instituições monetárias e financeiras que determinam a forma com que são obtidos os fundos exigidos tanto para a propriedade de itens no estoque de ativos de capital, como para a produção de novos ativos de capital. Neste sentido, para ele, o quadro teórico da TG estaria incompleto já que Keynes não teria examinado detalhadamente tais inter-relações, apesar de ter-las mencionadas. Keynes, na sua TG, abordou sobre os estados do sistema econômico², porém, sem ter realizado uma análise aprofundada dos estados de *boom*, crise, deflação e expansão, que são intensamente determinados pelo comportamento financeiro. Nas palavras do próprio Minsky (2011, p. 83): “este é o furo lógico, o elo perdido, da Teoria Geral”.

Minsky também considerou confusa a discussão realizada por Keynes na TG sobre finanças e portfólios e sobre a maneira como estes se relacionam com a precificação dos ativos de capital e o ritmo de investimento. Tal confusão dar-se-ia pelas seguintes razões. Primeiro, Keynes eliminou o preço dos ativos de capital da sua descrição da função de preferência pela liquidez. Segundo, porque em sua discussão sobre precificação de portfólios ele expressou seu argumento somente em termos da taxa de juros, não diferenciando-a do preço dos ativos de

² São eles: *boom*, crise, deflação, estagnação, expansão e recuperação.

capital. Terceiro, pelo Keynes ter retrocedido de uma perspectiva cíclica, que foi dominante no resto do livro, para uma perspectiva de crescimento equilibrado na sua discussão sobre a determinação do preço relativo de diferentes ativos de capital e ativos financeiros. Por fim, Minsky (2011) considerou incompleta a discussão de Keynes sobre a avaliação dos ativos, por ele não ter introduzido explicitamente as estruturas de passivo e os compromissos dele decorrentes.

Como Minsky considerava que o financiamento do investimento era a fonte mais importante de instabilidade encontrada na economia e por ter percebido que a análise de Keynes sobre esse ponto era insuficiente, ele observou a necessidade de aprofundar as contribuições de Keynes sobre esta questão. Assim, uma das suas principais contribuições foi acrescentar a sua ‘teoria financeira do investimento’ à ‘teoria de investimento de ciclo’ elaborado por Keynes, algo que foi o principal tema de um dos seus célebres livros: o John Maynard Keynes (de agora em diante JMK).

No JMK, Minsky inicia sua análise sobre o investimento com a discussão apresentada por Keynes sobre o preço relativo dos ativos, em que este apresenta os atributos dos diferentes tipos de ativos. São eles: a geração de renda para seu possuidor (lucros, juros, dividendos, aluguéis etc.), q ; seu custo de carregamento, c^3 ; seu prêmio de liquidez, l ; e a apreciação ou depreciação de seus valores de mercado, a^4 . Nas palavras do próprio Keynes (1996, p. 222-223):

Deduz-se que a retribuição total que se espera da propriedade de um bem, durante certo período, é igual ao seu rendimento *menos* o seu custo de manutenção *mais* o seu prêmio de liquidez, ou seja, a $q - c + l$. Por outras palavras, $q - c + l$ é a taxa de juros específica de qualquer bem, onde q , c e l se medem em unidades de si mesmos como padrão. (...) Para determinar as relações entre os rendimentos esperados dos diferentes tipos de bens, compatíveis com o equilíbrio, precisamos também conhecer as variações que se esperam em seus valores relativos durante o ano [sua valorização ou depreciação, a].

Keynes apresentou três tipos de ativos: o capital instrumental (que produz um rendimento, q , através do fluxo de caixa que esse ativo renderá de operações ou por contrato); o estoque de

³ É importante salientar que “para um conjunto de ativos reunidos em uma empresa, c é principalmente o fluxo de caixa estabelecido pela estrutura de passivos” (MINKY, 2011, p. 109).

⁴ Segundo Carvalho (2007, p. 5), “todos esses atributos são medidos por um quociente em que o denominador é o preço *spot* corrente do ativo”.

bens líquidos (que sofre algum desgaste ou custos de carregamento, c); e a moeda (que não produz um rendimento e nem impõe custos de carregamento, mas é o ativo mais líquido por natureza, tem elevado l . Ou seja, a moeda pode ser prontamente convertida em algo).

O investimento é visto como a decisão de deter em portfólio ativos que rendem um alto q . Porém, ao investir, a empresa também aumenta a proporção de c que está comprometida a pagar, dado que o investimento requer financiamento, ou diminui seus ativos l . Assim, “uma decisão de investir é uma decisão de emitir passivos ou reduzir a liquidez: a moeda recebida em troca dos compromissos c é a moeda usada para pagar pelo investimento” (MINSKY, 2011, p. 113). Quando a aposta da firma é correta e os rendimentos esperados provenientes do investimento realizado tornam-se fluxos de caixa, os recebimentos serão mais do que suficientes para cumprir com os compromissos firmados e, conseqüentemente, haverá mais dividendos disponíveis, valorizando o capital da empresa proprietária (aumento do seu valor de mercado). A valorização das ações da empresa pode gerar, ainda, os seguintes efeitos: I) uma diminuição da razão entre os compromissos de pagamentos monetários, c , e o valor de mercado da empresa, o que pode ampliar a sua capacidade de emitir mais dívidas; II) uma elevação da possibilidade da empresa adquirir mais ativos de capital ou o controle de outras empresas. Quando este ciclo virtuoso se estende às demais empresas, ocorre um boom nas bolsas de valores, que acompanha de um boom de investimentos, pois há um estímulo recíproco entre a especulação nas bolsas de valores e a especulação pelas empresas. (MINSKY, 2011).

Cada unidade econômica possui um balanço patrimonial, que é uma espécie de lista de ativos e passivos em que os ativos proporcionam um determinado rendimento esperado e os passivos representam compromissos futuros de pagamentos. Com isto, a decisão especulativa fundamental de uma unidade econômica consiste em saber quanto do fluxo de caixa previsto para operações normais será empenhado para o pagamento de juros e principal sobre seu passivo. Entretanto, enquanto que os passivos das unidades econômicas estabelecem compromissos de pagamento monetários que são datados (à vista e contingentes), os rendimentos dos ativos, que apresentam um valor que é apenas esperado, nem sempre se convertem em fluxo de caixa. Isto significa que estas unidades especulam em relação à $q - c$ dos ativos que possuem. Desta forma, como a expectativa de receitas pode não se concretizar *ex-post*, mas os compromissos financeiros são certos por serem garantidos por contrato, as unidades econômicas podem apresentar um descasamento da sua estrutura patrimonial.

O problema de descasamento patrimonial acontece quando uma unidade econômica tem compromissos de pagamentos monetários, em um determinado período, que superam os recebimentos monetários esperados de suas operações. Tal situação pode ocorrer nas seguintes situações: i) de forma deliberada, nas situações em que uma unidade econômica especula um refinanciamento; ii) por erro, quando se superestima o fluxo de entrada líquido de moeda ou sendo indevidamente otimista em relação a vendas ou custos, e; iii) quando se tem débitos em atraso ou inadimplentes. Diante da situação de descasamento patrimonial, uma unidade econômica poderá pagar a importância devida através da emissão de uma nova dívida, da sua rolagem ou de um refinanciamento.

Para se ter uma visão mais ampla sobre as lacunas e ambiguidades da teoria do investimento do Keynes, apontados por Minsky, é importante identificar, na TG, quais são os elementos determinantes do investimento. Para tal, tem que se levar em consideração que a teoria do investimento do Keynes conecta uma variável real, o investimento, a variáveis que são determinadas no mercado monetário – que tem como foco a taxa de juros. Ou seja, há “(...) uma imbricação entre o ‘real’ e o ‘monetário’ ao nível das decisões capitalistas, e particularmente as de investir” (POSSAS, 1987, p. 140). O setor real fornece dois tipos básicos de informação para a determinação do investimento. A primeira é sua renda esperada, ou seja, “(...) o fluxo de rendas futuras que espera obter da venda de seus produtos, enquanto durar esse capital, feita a dedução das despesas correntes necessárias à obtenção dos ditos produtos” (KEYNES, 1996, p. 149). Esta série de anuidades ($Q_1, Q_2... Q_n$) é denominada de renda esperada do investimento e é composta por dois itens: i) dos custos de produção – que refletem as condições de oferta (produtividade do capital), e; ii) das estimativas da demanda futura. Portanto, “(...) os Q s contêm a visão presente sobre o futuro que, portanto, tende a variar conforme varia a perspectiva a respeito do futuro” (MINSKY, 2011, p. 121).

Indo mais a fundo nos determinantes reais do investimento, um primeiro esclarecimento feito pelo Minsky distinguiu os rendimentos esperados do ativo real da produtividade marginal do capital, conceito esse que segundo Keynes seria um tanto ambíguo. Os rendimentos esperados são resultado da escassez de capital. Com isto, sempre que o capital se torna menos escasso, o seu rendimento excedente diminui, o que não implica a diminuição da produtividade no sentido físico do capital. A escassez de um ativo de capital depende de acasos variados em

setores, localizações e condições de negócio, além de variar ao longo do ciclo econômico⁵. Possas (1987, p. 143-144) detalha as questões que explicam a escassez:

(...) no caso dos ativos instrumentais, da limitação imposta pelo mercado dos bens produzidos com esse capital, bem como sua liquidez (se houver) decrescente; e no caso dos demais ativos, principalmente títulos e estoques de mercadorias, dos crescentes custos unitários de conservação e de risco de desvalorização e iliquidez, associados basicamente à ausência de uma diversificação compensatória dos ativos.

Outro conceito a ser melhor precisado nesta concepção dos determinantes reais do investimento é o de preço de oferta do bem de capital. Segundo Keynes (1996, p. 149), o preço de oferta do bem de capital não poderia ser confundido com o preço de mercado do bem de capital (que é o preço pelo qual se compra efetivamente um bem desse tipo), pois o preço de oferta do bem de capital nada mais é do que “(...) o preço que bastaria, exatamente, para induzir um fabricante a produzir uma nova unidade suplementar desse capital, isto é, aquilo a que, por vezes, se chama *custo de reposição*”. Para Minsky (2011), o preço de oferta do ativo de capital seria dado por uma curva em que os preços de demanda mais elevados por ativos de capital propiciariam um maior volume de produção dos bens de investimento. Relação que, para o autor, é vista como estável no curto prazo, quando a análise é feita em termos de unidades salariais; já em prazo mais longo, a curva de oferta se deslocaria com mudanças na produtividade, que variaria segundo as diferentes fases de um ciclo econômico. Porém, Minsky alertou que isto não é preocupante. Desta forma, tanto a curva de oferta de ativos de capital, quanto a função consumo, são vistas como funções estáveis⁶ na teoria keynesiana quando são medidas em unidades salariais invariáveis. Dado que a curva de oferta de ativos de capital é estável no período de tempo relevante, flutuações no investimento são provocadas das seguintes variações:

⁵ Segundo Minsky (2011, p. 123), “as depressões são caracterizadas por máquinas e homens ociosos, e os *booms*, por escassez de mão de obra e ativos de capital”

⁶ Em termos nominais, essas funções (curva de oferta de ativos de capitais e função consumo) perdem a sua estabilidade sempre que acontecem alterações na taxa salarial. Já as outras funções que incorporam visões do presente em relação ao futuro não são estáveis, tendendo a variar.

(1) em alguma combinação de rendimentos esperados, conforme determinado tanto pela produção de renda como pelas visões sobre o futuro, (2) na taxa de juros, conforme determinada nos mercados financeiros, ou (3) na ligação entre o fator de capitalização dos rendimentos esperados sobre ativos de capital real e a taxa de juros sobre empréstimos monetários. Essa ligação não reflete a incerteza sentida por empresários, famílias e bancos. Na verdade, Keynes usa todas as três variações para explicar as flutuações do investimento. (MINSKY, 2011, p. 122).

Para Minsky (2011), como as duas informações básicas provenientes do setor produtivo para a determinação do investimento não são comensuráveis – dado que o rendimento esperado é um fluxo por um determinado período, enquanto que o preço de oferta é um valor corrente – faz-se necessário criar uma conexão entre eles. Esta conexão foi realizada pelo Keynes, na sua TG, de duas maneiras diferentes: através do preço de demanda do investimento e através da curva de eficiência marginal do capital. Como será abordado adiante, estas duas formas de conexões são cruciais para a teoria do investimento do Keynes.

A curva de eficiência marginal do capital – que foi o constructo mais enfatizado por Keynes na TG e, por isso, foi o que ficou mais amplamente conhecido – é “(...) a taxa de desconto que tornaria o valor presente do fluxo de anuidades das rendas esperadas desse capital, durante toda a sua existência, exatamente igual ao seu preço de oferta” (KEYNES, 1996, p. 149). Desta forma, ela é definida em termos de expectativa de renda e do preço de oferta corrente do bem de capital.

Segundo Keynes (1996), à medida que o investimento em um dado tipo de capital aumenta, a eficiência marginal desse capital diminui. Isto se dá por duas razões: no curto prazo, devido ao aumento da pressão sobre as fábricas produtoras daquele dado tipo de bem de capital, o que provoca a elevação do preço de oferta⁷ do determinado capital; já para períodos mais longos, a principal explicação consistiria na queda dos retornos esperados provocado pela ampliação da oferta desse tipo de capital, algo que é proveniente da sua escassez.

⁷ Para Macedo e Silva (1999), o que explica um preço de oferta crescente com a ampliação da demanda do ativo produtivo é a utilização, por parte do Keynes, de uma curva de custos marginais crescentes, algo que foi motivo de críticas por diversos autores. Uma importante crítica foi a Joan Robinson (*apud* POSSAS, 1986), que afirmou que sendo os eventuais custos crescentes oriundos da produção de bens de investimento algo observado apenas *ex-post*, ele não poderia ser incorporado no cálculo *ex-ante* da eficiência marginal do capital com base nos planos de investimento. Segundo o autor (1999), em decorrência das diversas críticas, Keynes (no texto: *Relative Movements of Real Wages and Output*) colocou em questão o uso de curvas de custos marginais crescentes.

Segundo Keynes (1996), poder-se-ia criar uma escala para cada tipo de capital que refletisse a proporção em que deveria aumentar o investimento nesse bem de capital, durante um determinado período, para que sua eficiência marginal baixe para determinado nível. Através da agregação de todas as escalas de todos os diferentes tipos de bens de capital obtém-se outra escala que relaciona a taxa de investimento agregado com a correspondente eficiência marginal do capital em geral que aquela taxa de investimento estabelecerá. Com isto, a curva de eficiência marginal do capital em geral consiste em criar uma relação negativamente inclinada entre o investimento e uma taxa de desconto. Para a sua derivação, temos de, inicialmente, observar a curva de preço de oferta do investimento (P_I), que equivale a uma função ascendente do investimento, I , tal que:

$$P_I = P_I(I) \quad (\text{equação 1})$$

Assim, dado o conceito de eficiência marginal do capital, observa-se abaixo a fórmula aritmética que liga os rendimentos esperados e os preços de oferta do investimento:

$$P_I(I) = \frac{Q_1(K_1, Y_1)}{1+r_1} + \frac{Q_2(K_2, Y_2)}{(1+r_2)^2} + \dots + \frac{Q_n(K_n, Y_n)}{(1+r_n)^n} \quad (\text{equação 2})$$

Pressupondo-se que o montante de capital, K_i , em períodos futuros, está positivamente relacionado ao ritmo de investimento do período inicial, observa-se que quanto maior for o I , maior será o P_I e menores serão os Q s subsequentes. Além disso, pressupondo-se que os Q e r são iguais (o que possibilita a criação de um polinômio em r de grau n , que pode ser resolvido para um ou mais r s da ordem correta de magnitude), obtém-se:

$$P_I = \frac{Q}{r} \quad \text{ou} \quad r = \frac{Q}{P_I} \quad (\text{equação 3})$$

Dado que o r é equivalente à taxa de juros que aparece explícita ou implicitamente em contratos de empréstimos, “(...) o investimento vai variar até aquele ponto da curva de demanda de investimento em que a eficiência marginal do capital em geral é igual à taxa de juros do mercado” (KEYNES, 1996, p. 150). Ou seja, através dos conceitos de eficiência marginal do capital e de taxa de juros do mercado monetário, Keynes criou um método de

determinação dos investimentos, com o seu limite se dando no ponto em que a eficiência marginal do capital justamente se iguala à taxa de juros do mercado. Com isto, ele conseguiu também construir uma curva negativamente inclinada que relaciona a taxa de juros monetária à taxa de investimento. Esta é a forma que, na TG, os mercados real e monetário interconectam-se.

Observa-se, desta forma, que a taxa de juros monetária – conceituada como a recompensa da renúncia à liquidez por um período determinado – tem importante papel na teoria do investimento de Keynes. Ela determina limites ao volume de emprego, dado que seu nível é o piso para a eficiência marginal de qualquer bem de capital.

A taxa de juros monetária desempenha este papel por ser a mais elevada das taxas específicas de juros, o que significa que será a maior das taxas que a eficiência marginal de um bem de capital terá de alcançar para poder ser objeto de nova produção. Ela apresenta também algumas características especiais que a tornam mais resistentes à baixa quando a sua produção aumenta do que as taxas de juros de qualquer outro bem. São elas: i) elasticidade de produção igual a zero, ou pelo menos próxima de zero, tanto no curto, quanto no longo prazo, e; ii) elasticidade de substituição igual, ou quase igual, a zero – o que significa que numa elevação do seu valor de troca, nenhum outro ativo irá substituí-lo, com a exceção das situações que a moeda-mercadoria é usada também na manufatura ou nas artes em que uma proporção ínfima pode ser trocada.

Já o preço de demanda do investimento (P^D), que é uma avaliação dos fluxos de caixas esperados das operações, é obtido quando o fluxo de caixa explícito e implícito ($q - c + l$) é capitalizado a uma taxa comum, sendo que a proporção de q , para um determinado preço de demanda, varia inversamente em relação ao rendimento implícito do ativo, o l . Isto se dá porque quanto mais ilíquido for um ativo maior será seu fluxo de caixa⁸. O preço de demanda dos ativos de capital é um conceito fundamental para a teoria do investimento do Keynes, pois também representa um método para a determinação do investimento. Para Keynes, o investimento vai variar até o ponto em que preço de demanda do investimento (P^D) se torne

⁸ “A taxa visível de retorno de um ativo variará inversamente em relação à qualidade do mercado para o ativo ou ao tempo de sua maturidade ou a outras medidas para facilidade do escoamento e da certeza de seu preço de venda” (MINSKY, 2011, p. 105).

igual ao preço da oferta do investimento (P_I). Já quando o P^D de um determinado bem de capital for menor do que o seu P_I , não haverá investimento corrente no bem considerado.

Para um dado nível determinado de rendimentos esperados, o preço de demanda de um bem de investimento representativo é obtido pelo preço do estoque desses ativos de capital (P_{K_i}). O P_{K_i} é obtido através da capitalização dos rendimentos esperados desse bem de investimento, tal como se segue:

$$P_{K_i} = C_i(Q_i); \text{ com } C_i \text{ sendo o fator de capitalização.} \quad (\text{equação 4})$$

Para dado estado de incerteza, a taxa de capitalização dos ativos de capital (C_i) é alguma proporção (μ) da taxa de capitalização sobre empréstimos monetários (C_L):

$$C = \mu C_L; \text{ com } 0 < \mu < 1. \quad (\text{equação 5})$$

A taxa de capitalização sobre empréstimos monetários, para uma dada taxa de juros sobre empréstimos monetários, é obtida através do preço do compromisso contratual de pagamentos sobre empréstimos monetários (P_L). Assim:

$$P_L = C_L(CC); \text{ sendo o } CC \text{ o compromisso contratual de pagamentos monetários.} \quad (\text{equação 6})$$

Como a taxa de juros sobre uma oferta fixa de empréstimos monetários varia inversamente em relação à oferta de moeda, a taxa de capitalização sobre empréstimos monetários variará diretamente com a oferta de moeda, tal que:

$$C_L = Q(M) \quad (\text{equação 7})$$

Assim, o P_{K_i} , além de possuir uma relação direta e positiva com o rendimento esperado, também possui uma relação direta e positiva com a oferta de moeda⁹, M . Ou seja, o nível de

⁹ Logo, com um dado estado de preferência pela liquidez que determina C_L e um dado diferencial entre a taxa de capitalização aplicável a um ativo de capital e a aplicável a empréstimos monetários, que também reflete o estado de preferência pela liquidez, um dado rendimento esperado sobre um ativo de capital Q_i será transformado em uma função que relaciona o preço de demanda desse ativo de capital à quantidade de moeda. (MINSKY, 2011, p. 131).

preços dos ativos de capital depende tanto do rendimento esperado, quanto da quantidade de moeda – tal como representado pela equação 8. Com isto, o preço de demanda dos ativos aumentará conforme aumentar a quantidade de moeda, sendo que este aumento se dará a uma taxa decrescente.

$$P_{Ki} = P_{Ki}(M, Q_i) \quad (\text{equação 8})$$

Para Minsky (2011), o fato fundamental dessa função agregada (equação 8) é que ela é instável. Assim, como P_K^{10} é um determinante do preço de demanda para uma unidade de ativos de capital recém produzido, suas variações provocam imediatas alterações no investimento. A instabilidade da função do P_K é proveniente dos seguintes fatores: i) da ligação entre a quantidade de moeda e a taxa de juros sobre empréstimos monetários; ii) da ligação entre a taxa de juros sobre empréstimos monetários e a taxa de capitalização sobre determinadas correntes de rendimentos esperados; iii) das flutuações no rendimento esperado devido a variações nas expectativas de mais longo prazo. É importante destacar que os rendimentos futuros refletem visões subjetivas dos agentes, que, por sua vez, estão sujeitas ‘a mudanças repentinas e violentas’ (tal como salientado pelo Keynes). Assim, a função agregada de P_K muda completamente, subindo em momentos de *boom* e caindo em situações de crises. Também tem que se destacar que “há situações em que a moeda pode muito bem ser o fator determinante, no sentido de que moderadas variações na oferta de moeda implicarão variações moderadas no investimento e, portanto, na demanda agregada; por outro lado, há situações em que a influência da oferta de moeda é muito atenuada” (MINSKY, 2011, p. 133). Segundo Minsky, o mais importante foi o Keynes ter oferecido uma explicação do motivo pelo qual o investimento não está estreitamente conectado aos conceitos da função de produção e dele ter salientado o papel da oferta de moeda como um fator determinante inconstante para o investimento.

Aparentemente Keynes defendia que os conceitos de preço de demanda do investimento e de curva de eficiência marginal do capital seriam equivalentes, já que não formalizou suas diferenças na TG. Diversos autores cunharam suas críticas ao conceito de eficiência marginal do capital. Para Minsky (2011), por exemplo, tal imprecisão teria levado o próprio Keynes a

¹⁰ Dado o $P_{Ki} = C_i(Q_i)$ o P_K é obtido por: $P_K = C_i(Q)$

conclusão equivocada de que sua curva de eficiência marginal do capital seria equivalente à curva de demanda por capital dos autores que, o próprio Keynes, denominou de clássicos.

Com o intuito de deixar a lógica financeira das decisões de investir em capital fixo mais evidente, Possas (1987) sugere que a determinação do investimento seja representada por intermédio da relação entre o preço de demanda e o preço de oferta dos bens de capital, ao invés da relação entre a eficiência marginal do capital e a taxa de juros. Para ele, apesar dessas duas possibilidades de representar a determinação do investimento serem idênticas do ponto de vista formal, a primeira apresenta as seguintes vantagens: i) evita uma ênfase indevida na taxa de juros de mercado – que sempre foi vista por Keynes como um atributo dos empréstimos em dinheiro. Esta ênfase que Keynes deu à taxa de juros de mercado facilitou a associação da escala da eficiência marginal do capital com as curvas de investimento negativamente inclinadas dos autores neoclássicos (tal como fez o próprio Keynes), e; ii) permite desassociar a limitação ao investimento dos supostos rendimentos decrescentes na oferta de bens de capital (que é expresso pelo declínio da eficiência marginal do capital para uma dada ‘taxa de juros’).

Minsky (2011), ainda, adiciona que a determinação do investimento pela relação entre preço de demanda e preço de oferta dos bens de capital é o caminho mais natural para abordar os problemas de flutuação do investimento, pois a fórmula de capitalização facilita a introdução da incerteza e da preferência de risco dos detentores de ativos na determinação de investimentos. “Além do mais, dois preços determinados pelo mercado são dimensionalmente equivalentes ao valor capitalizado dos Q s: o preço de mercado para itens nos estoques de ativos de capital e o preço das ações” (MINSKY, 2011, p. 127). Ambos os preços proporcionam uma avaliação de mercado do conjunto de ativos de capital pertencentes a uma empresa. Quando a avaliação de mercado é superior ao preço de oferta desses ativos recentemente produzidos, o ritmo de investimento em tais ativos tenderá a aumentar, pois quanto mais elevado for a avaliação de mercado das ações para uma dada taxa de juros e um dado conjunto de rendimentos, maior será o fator de capitalização sobre os rendimentos esperados.

1.1.1.2 A teoria financeira do investimento do Minsky

Após a discussão sobre os determinantes do investimento, o passo seguinte dado pelo Minsky, em JMK, foi o de agregar o papel das finanças à sua análise. Seu ponto de partida foi uma sistematização das questões que já haviam sido abordadas pelo Keynes na sua TG.

Para Keynes, em uma economia com tomadores e emprestadores, as finanças assumem uma importância especial por afetar o comportamento de todo o sistema econômico. No momento em que o projeto de investimento é visto como compensador (com os rendimentos esperados capitalizados sendo superior ao custo do investimento e possuindo uma margem de segurança suficiente para compensar as incertezas inerentes à tomada de posições nos bens de capital), a decisão de investir passa a se concentrar nas condições do financiamento do projeto. Quando a compra dos ativos de capital se dá por fundos externos ou empréstimos, “as empresas que financiam dessa maneira comprometem-se a pagar por contrato *CC* sobre acréscimos a seus passivos, contra o rendimento esperado, Q , sobre acréscimos a seus ativos de capital” (MINSKY, 2011, p. 134). Este tipo de financiamento utiliza-se de garantias que são contratuais e que geram penalidades quando não são cumpridas, além de envolver certa margem de segurança¹¹. “A margem de segurança oferece uma proteção contra eventos inesperados em cada período do projeto” (DE PAULA; ALVES JR, 2003, p. 147).

Com isto, dois tipos diferenciados de riscos afetam o volume de investimento. O primeiro é o risco do empresário ou do tomador¹², que surge das dúvidas dos próprios empresários quanto à probabilidade de obter a retribuição que espera¹³. O segundo tipo de risco é o risco do emprestador. Tal risco surge em diferentes situações: i) quando o tomador do empréstimo encontra algum meio lícito para fugir do cumprimento da obrigação; ii) quando o não cumprimento se dá de forma voluntária por parte do tomador; iii) quando o tomador do empréstimo não cumpri o contrato involuntariamente, algo provocado por uma frustração das suas expectativas (insuficiência da margem de segurança). Desta forma, verifica-se que a

¹¹ Com a exceção do financiamento envolvendo ações, sendo que, neste caso, qualquer desvio de dividendos do valor que é esperado afetará os preços das ações.

¹² Minsky, em uma nota de rodapé do livro ‘Estabilizando uma economia instável’, fez questão de salientar que os termos risco do tomador e risco do emprestador (financiador) são usualmente atribuídos ao Kalecki, porém tais termos já estavam presentes na obra de Keynes, a Teoria Geral (TG).

¹³ Quando a compra do bem de capital se dá exclusivamente com os recursos próprios da empresa este é o único risco relevante.

decisão especulativa fundamental de uma empresa¹⁴ é justamente a de como financiar a aquisição dos seus ativos de capital: quanto por recursos próprios¹⁵ e quanto por recursos emprestados (empréstimos, hipotecas, títulos e ações). Segundo Minsky (2009, p. 261), “os custos de financiamento da produção de investimentos entram no preço de oferta de produção do mesmo modo que os custos de mão de obra e materiais comprados”.

Assim, através da junção do comportamento financeiro de uma firma investidora (incluindo os riscos que podem afetar o volume de investimento) à determinação do investimento pela relação entre preço de demanda e preço de oferta do bem de capital, Minsky ampliou seu modelo de determinação do investimento das firmas.

Considerando \hat{Q}_i (lucro bruto de uma determinada empresa após os pagamentos de impostos de suas dívidas e de dividendos aos acionistas) como o financiamento interno que a empresa terá disponível nesse período; e pressupondo que o nível de investimento da própria empresa não afeta o seu \hat{Q}_i , apesar do investimento agregado afetar o \hat{Q} agregado pelo seu efeito na renda. Pressupondo-se, também, que a demanda de cada empresa não afete o preço de oferta do ativo de capital, ou seja, que P_i é determinado pelos produtores de ativos de capital independentemente da quantidade demandada; então, o montante de investimento que pode ser financiado internamente por uma empresa é $\hat{I}_i = \hat{Q}_i / P_i$. Assim, \hat{Q}_i representa uma restrição interna de financiamento de uma empresa e será representada por uma hipérbole retangular no plano (P_i, I) na figura 1. Com isto, verifica-se que se a empresa comprar \hat{I} de investimento a P_i , ela poderá financiar todo o montante com recursos internos (\hat{Q}_i).

Já se a empresa comprar um montante maior que \hat{I} , ela terá que financiar parte do investimento com recursos externos. Por exemplo, ao comprar $I_1 > \hat{I}$ de investimento a P_i , a empresa terá que financiar o montante $P_i I_1 - \hat{Q}_i$. Ou seja, “a empresa terá prometido pagar em moeda futura, na forma de vários fluxos, CC , em troca de $P_i I_1 - \hat{Q}_i$ em moeda corrente” (MINSKY, 2011, p. 135). Tendo como exceções as empresas que possuem um excesso de

¹⁴ “Essa decisão é um determinante tanto do tamanho da empresa, medido por ativos de capital ou pelas vendas, como da taxa de crescimento das vendas e dos ativos de capital da empresa” (MINSKY, 2011, p. 134).

¹⁵ Minsky (2009) chamou atenção para o fato de que os fluxos de fundos internos para as unidades investidoras dependem do desempenho da economia durante o período entre a decisão de se investir e da finalização do próprio investimento, o que significa que há um forte elemento de incerteza na decisão de investir.

saldos monetários ou títulos negociáveis¹⁶ e os utilizam para financiar as compras de bens de capital. Entretanto, pelo fato desses ativos financeiros servirem para cobrir as operações normais da empresa em relação às vicissitudes do mercado, a utilização desses ativos para financiar a compra de bens de capital diminui a proteção da empresa. Segundo Minsky (2011), a redução desses amortecedores monetários equivaleria a um aumento das dívidas da empresa, assim, podendo afetar seriamente a capacidade da empresa de cumprir seus compromissos futuros, reduzindo sua margem de segurança.

No livro ‘Estabilizando uma economia instável’, Minsky aprofunda a discussão sobre margens de segurança. Margens de segurança, que são extremamente necessárias tanto para tomadores de empréstimos, quanto para emprestadores, afetam o montante pelo qual os investimentos são financiados externamente. As duas principais medidas de margens de segurança são: “a proporção das obrigações do fluxo de caixa devido sobre a dívida em relação ao fluxo de caixa que os devedores recebem, e a proporção do valor atual esperado, no que tange ao fluxo descontado em termos futuros do valor nominal da dívida ativa” (MINSKY, 2009, p. 78). Assim as margens de segurança variam segundo as experiências relacionadas às estruturas de obrigação dos agentes. Caso a experiência recente seja de sucesso, de tal forma que as dívidas sejam facilmente pagas, as margens de segurança preexistentes se mostrarão excessivas. Isto provocará uma ampliação da capacidade de endividamento da empresa, o que poderá elevar o nível de investimento; já com uma experiência de insucesso, as margens de segurança preexistentes serão insuficientes e, com isto, a capacidade de endividamento da empresa se reduzirá. Para Minsky (2009), esta é uma das evidências que o investimento é um fenômeno financeiro.

Considerando que uma empresa capitaliza seus rendimentos esperados (Q_i) a uma taxa \hat{K} , o valor sobre o estoque dos ativos de capital da empresa será $\hat{P}_{K_i} \cdot K_i = \hat{K}(Q_i)$, valor que é independente da sua estrutura financeira. Já ao se pressupor que uma empresa capitaliza seus compromissos de fluxo de caixa, CC , à mesma taxa \hat{K} ¹⁷, ela só estará disposta a adquirir ativos de capital (independentemente se for financiado por ganhos retidos, \hat{Q}_i , ou por dívidas)

¹⁶ “Em um mundo de incertezas, há razões válidas para uma empresa ou família com dívidas possuir também moeda e outros ativos financeiros ociosos, ou seja, dívidas de outras unidades” (MINSKY, 2011, p. 135).

¹⁷ É de se esperar que a taxa de capitalização sobre CC seja mais elevada do que sobre Q . “Isso ocorre porque para um tomador de empréstimo os fluxos de caixa sobre dívidas, os CC s, são vistos como certos, ao passo que os fluxos de caixa de ativos de capital, os Q s, são incertos”. (MINSKY, 2011, p. 136).

caso: $\hat{K}(Q_i - CC) > 0$. Entretanto, mesmo com a condição $\hat{K}(Q_i - CC) > 0$ sendo satisfeita, a firma irá adquirir uma quantidade limitada de ativos de capital, algo que é explicado pela existência do risco do tomador e do risco do prestador. Estes riscos afetam diretamente na escala do investimento ao impactarem o P_K e o P_I , respectivamente.

Segundo Minsky (2011), o risco do tomador é subjetivo, não estando explícito em contratos assinados, de tal forma que ele é o ponto central para os ‘abalos e oscilações’ da incerteza. Este tipo de risco afeta o P_K via a taxa de capitalização de duas formas diferentes. Primeiro, dada a presença de incerteza no ambiente de decisões, os agentes econômicos que forem avessos ao risco irão adotar a estratégia de diversificar seus portfólios. Segundo, dado que o tomador de empréstimo vê como certos os fluxos de caixa destinados às dívidas (CCs) por serem firmados por contrato e como incertos os rendimentos esperados (Qs), a ampliação da proporção do investimento que é financiado por recursos externos (dívida) reduzirá a margem de segurança e, conseqüentemente, diminuirá a taxa de capitalização que o tomador aplica aos Qs . Haverá, neste caso, uma redução da taxa de capitalização devido à ampliação dos pagamentos de juros e amortizações decorrentes das dívidas contraídas e ao fluxo crescente de desembolsos previstos para pagamento dos bens de capital, agravando o risco financeiro¹⁸ da empresa. O risco do tomador fará com que o preço de demanda dos ativos de capital fique abaixo de P_K . Esta queda seria tão mais acentuada quanto maior fosse o uso desse particular tipo de ativo e quanto maior fosse a proporção do investimento financiado por fundos externos. A queda do preço de demanda em relação ao P_K normalmente se dá à direita da quantidade de investimento que é internamente financiada, \hat{I} (vide a Figura 1). Entretanto, a queda pode acontecer à esquerda de \hat{I} caso se perceba que o compromisso com um determinado tipo de ativo de capital é tão grande que haja um desejo de diversificar ou desinvestir, ou então caso se observe que o balanço patrimonial herdado contém muitas dívidas.

Já o risco do prestador é explícito¹⁹ pois aparece nos contratos financeiros assinados pelas empresas de diversas formas. São elas: taxas de juros mais elevadas, prazos mais curtos de

¹⁸ O risco financeiro de uma empresa é visto como sendo a “(...) capacidade de pagamento sem perda de patrimônio, vale dizer, apoiada exclusivamente nas receitas líquidas previstas [de uma empresa]” (POSSAS, 1987, p. 144).

¹⁹ “Os riscos do prestador realmente levam a padrões observáveis de taxas de empréstimos, como aquelas que aparecem nas ‘classificações’ da dívida municipal ou corporativa (...) ou os prêmios sobre a taxa preferencial de juros que as empresas têm de pagar aos bancos” (MINSKY, 2011, p. 138).

maturidade, exigências de garantia para determinados ativos (como caução) e restrições sobre os pagamentos de dividendos e para a obtenção de novos empréstimos. O risco do prestador aumenta diante de uma elevação na proporção de dívida em relação ao patrimônio líquido, ou quando há uma ampliação da proporção dos fluxos de caixa comprometidos em relação aos fluxos de caixa totais esperados. Diante de uma elevação do risco do prestador, maiores exigências de fluxos de caixa em contratos de dívidas serão impostas às empresas. Neste sentido, é importante esclarecer que o preço de oferta vigente de um determinado ativo de capital não é só o preço ao qual um produtor oferece para venda esse ativo de capital, como ele, também, eleva o montante que deveria ser capitalizado para fazer frente ao aumento de fluxos de caixa necessários para cumprir os contratos financeiros decorrentes do financiamento do novo investimento por fundos externos.

Quanto maior a proporção de dívida em relação ao financiamento interno (ou seja, quanto maior a alavancagem da empresa), maiores serão os excessos de compromissos contratuais de fluxo de caixa. Isto fará com que a curva efetiva P_I tenha uma descontinuidade na quantidade de investimento que pode ser financiado internamente, \hat{I} .

Depois de certa quantidade favorável de financiamento da dívida, pode-se esperar que a curva P_I comece a subir e depois continue a subir a uma taxa crescente. Além do mais, conforme sobe a proporção de dívida contratual, toda a dívida emitida pela unidade tem de se ajustar ao contrato marginal no refinanciamento; dessa maneira, com uma defasagem, uma curva marginal em relação à curva de oferta ascendente, o equivalente a uma curva de 'monopsônio', torna-se a relação pertinente da determinação da decisão que incorpora o risco do prestador. (MINSKY, 2011, p. 138).

Dada esta discussão, observa-se que a escala do investimento é determinada pela interseção da curva de demanda, ao se levar em conta o risco do tomador, com a curva de oferta, após ser ajustada pelo risco do prestador. É importante notar que os riscos do tomador e do prestador refletem avaliações subjetivas. Com isto, por exemplo, dois empresários (sob as mesmas circunstâncias objetivas, mas com diferentes temperamentos) reagem ao risco do tomador de maneira diferente, o que implicaria em diferentes escalas do investimento.

Diante da Figura 1, o ponto de interseção das curvas de preço de demanda (incorporando o risco do prestador) e do preço de oferta do bem de capital (incorporando o risco do prestador) acontece no ponto D_1 , com o investimento sendo I_1 a um preço P_1 por unidade de ativos de capital.

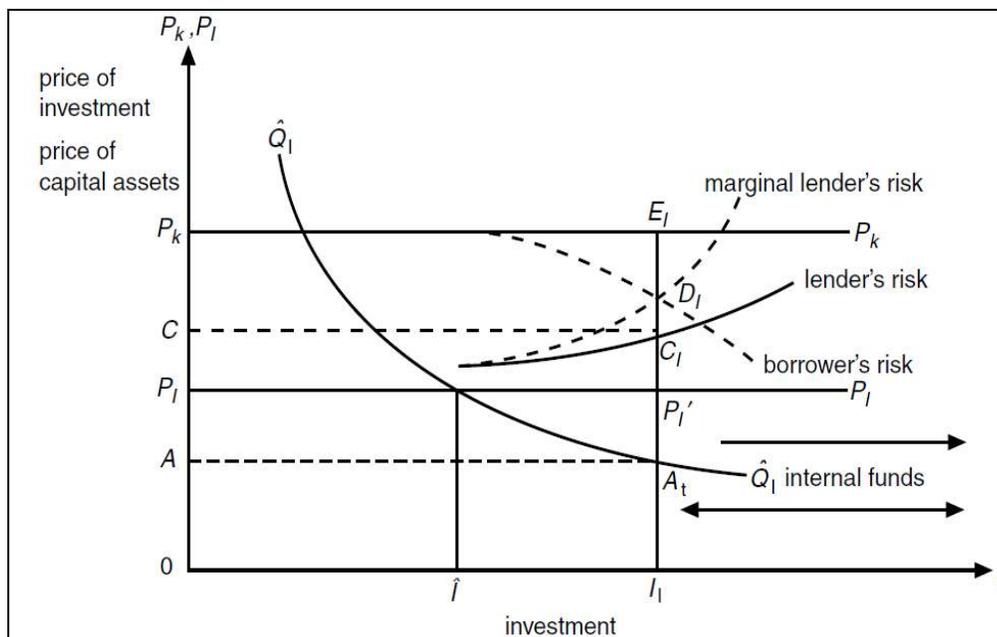


FIGURA 1 – O comportamento de financiamento de uma empresa representativa
Fonte: MINKY, 2008.

Pode-se verificar, pela Figura 1, que a despesa total do investimento é de $0P_lP_l'I_1$. Sendo que o total financiado com recursos internos é de $0AA_1I_1$; enquanto que o montante que será financiado externamente (via dívidas) será de $AP_lP_l'A_1$. Dado este montante financiado externamente, os empréstimos tomados irão resultar em fluxos de caixa que são garantidos por contrato proporcionais a A_1C_1/I_1E_1 . Já os proprietários de ações aplicam seus recursos por ter a expectativa de receber fluxos de caixa proporcionais a $(IA_1 + C_1E_1)/I_1E_1$.

É importante notar que a escala do investimento é bem sensível aos riscos do tomador e do emprestador, uma vez que tais riscos afetam a inclinação das curvas de P_l e P_k . De tal forma que quanto maior forem os riscos as curvas serão mais inclinadas (ou seja, a curva P_k cairá acentuadamente do valor capitalizado dos Q s, enquanto que a curva P_l subirá abruptamente a partir do preço dos bens de investimento) e vice-versa. Com isto, quando essas curvas são pouco inclinadas ao invés de íngremes (o que corresponde a menos riscos), o componente externo do financiamento do investimento será mais elevado; Já quando as curvas são muito inclinadas, o investimento será financiado principalmente com recursos internos.

Após a integração dos ativos de capital no processo de produção da empresa, caso o rendimento esperado dos ativos de capital for confirmado (ou seja, os Q s previstos se

concretizem), dado a taxa de capitalização \hat{K} , os ativos de capital ($0I_1$) serão avaliados a P_K e seu valor total será de $0P_K E_1 I_1$. Dado o custo total com o financiamento, esse valor de $0P_K E_1 I_1$ dos ativos de capital implicará em um ganho de capital para o investidor. Os proprietários de ações também terão um ganho de capital, pois será acrescido ao seu investimento inicial \hat{Q}_1 (igual a $0AA_1 I_1$) o montante $CP_K E_1 C_1$.

O ganho de capital dos proprietários de ações resultará em alterações do preço dessas ações. Com a confirmação dos rendimentos esperados dos ativos de capital, o prêmio de risco do prestador cobrado ao investidor se mostrará excessivo. Assim, as dívidas (que se mostrarão mais seguras) continuarão gerando um fluxo de caixa proporcional a $A_1 C_1$, porém serão capitalizadas a uma taxa de juros menor do que a cobrada inicialmente. Desta forma, segundo Minsky (2011, p. 139), “a existência do risco do prestador e do risco do tomador como fatores de limitação do investimento garante que a operação bem-sucedida dos ativos de capital levará à valorização do capital para tomador e prestador”.

Com a valorização do capital do investidor, a proporção de CC (moeda devida sobre dívidas) para o Q (fluxos de caixa brutos depois dos impostos) sofrerá uma diminuição. Isto ocasionará uma redução dos riscos do tomador e do prestador, além da ampliação da capacidade do investidor de tomar empréstimos. Se os proprietários de ações também apresentarem uma redução na aversão ao risco, eles demandaram mais dívidas para a compra de ações. Como os bancos estarão mais dispostos a sancionar essa maior demanda por dívidas, haverá um aumento nos preços das ações que, como resultado, ampliará o P_K para diferentes montantes de Qs . Desta forma, verifica-se que durante uma fase de *boom* a aversão ao risco por parte dos agentes econômicos (investidores, bancos e proprietários de ações) vai se tornando cada vez menor. Com isto, a estimativa por parte desses agentes dos riscos do tomador e do prestador pode ser tornar extremamente baixa, tendo-se em vista que a estimativa desses riscos por parte dos agentes é influenciada pelo desempenho passado da economia.

Durante as fases de *boom*, haverá uma ampliação da proporção do investimento financiado por dívidas. Este aumento do financiamento do investimento via dívidas leva a uma elevação da proporção objetiva dos CCs em relação aos Qs . Isto, por sua vez, faz com que os lucros brutos após os impostos cresçam menos rapidamente do que o ritmo do investimento e da dívida. Como na fase de *boom* a natureza de curto prazo de muitas dívidas exige o pagamento

do principal a um ritmo mais rápido do que permite a moeda gerada pela operação subjacente, as firmas que usam esse tipo de dívida precisarão refinar suas dívidas quando vencem os prazos dos contratos. Com isto, muitas firmas irão buscar recursos de fundos que valorizem cada vez mais a liquidez, além de colocar ativos líquidos à venda. Entretanto, os ativos só continuarão sendo líquidos enquanto não houver a preponderância de vendedores em relação a compradores. Quando a necessidade de fazer posição com a venda de ativos se generaliza, os preços dos ativos caem agudamente, a menos que o banco central aja como grande garantidor de reserva de mercado. A queda dos preços dos ativos, incluindo o preço das ações, leva a uma redução do preço de demanda dos ativos de capital. Isto reduzirá a escala do investimento.

A Figura 1, porém, não apresenta elementos importantes para a determinação do ritmo de investimento da economia, tais como: “(...) a maneira pela qual a mudança nos termos de longo prazo ou de financiamento imediato afeta o preço de demanda de bens de capital e como alterações nas taxas de juro de curto prazo afetam a base do preço de oferta de bens de capital” (MINSKY, 2009, p. 270). Com isto, as posições relativas do preço de bens de capital, P_K , e o preço de oferta da produção de investimento, P_I , não são explicados pela Figura 1.

Segundo Minsky (2009), o nível de taxas de juro de curto e longo prazo influencia na distância entre o P_K e o P_I . Uma elevação nas taxas de juro de curto prazo provocará um aumento de mercado no preço de oferta da produção de investimento que tenha períodos gestacionais significativos, devido o impacto dos juros sobre os custos iniciais no processo produtivo. Ou seja, o preço de oferta do produto de investimento é afetado pelos encargos financeiros. Além disso, como as empresas utilizam financiamento de curto prazo para financiar algumas posições em termos de ações e títulos, uma rápida elevação nos juros de curto prazo pode provocar uma forte expansão nas taxas de longo prazo, o que, conseqüentemente, reduzirá os preços dos títulos.

1.1.1.3 O papel das instituições financeiras

Com o intuito de dar mais robustez à formulação da sua hipótese de instabilidade financeira, Minsky agregou o papel das instituições financeiras à sua análise. Para tal, o ponto de partida

foi uma discussão sobre os bancos. A visão convencional postula que o sistema bancário afeta a economia normalmente pela oferta de capital, levando economistas e formuladores de políticas a ignorar a composição das carteiras de títulos dos bancos como canal importante de transmissão entre as órbitas financeira e real. Para Minsky (2009), o sistema bancário apresenta um comportamento altamente contraditório. Se por um lado possui um papel essencial de financiar o crescimento econômico, por outro lado, representa uma força capaz de induzir e ampliar a instabilidade econômica.

Para Minsky, os bancos são instituições dinâmicas, rentáveis e inovadoras²⁰ que buscam ativamente ampliar seus lucros através da administração dos seus ativos e passivos. “Esse ativismo dos banqueiros afeta não somente o volume e distribuição das finanças, como também o comportamento cíclico dos preços, receitas-faturamento e empregos” (MINSKY, 2009, p. 309). Isto porque os bancos, administrando seus passivos e ativos, selecionam os bens financiados, as obrigações assumidas, as garantias exigidas e, portanto, o grau de alavancagem²¹ e os riscos incorridos. Os riscos assumidos pelos bancos não são fenômenos cuja probabilidade seja objetiva, mas sim relações de incerteza subjetivamente avaliadas. Além disso, os riscos refletem as experiências vivenciadas pelos bancos, o que muda dependendo de cada contexto histórico. Pode-se observar, por exemplo, que antes dos anos de 1960, os bancos buscavam ampliar a sua lucratividade alterando a estrutura de seus ativos e substituindo empréstimos por dívidas do governo; já após a metade da década de 1960, os bancos procuravam obter maior lucratividade modificando sua estrutura de obrigações e aumentando o grau de alavancagem. Como consequência dessa mudança de estratégia, observa-se que houve uma ampliação da exposição a riscos por parte dos bancos.

De forma mais objetiva, em relação à forma de atuação dos bancos, verifica-se que os bancos comerciais adiantam *finance* para não postergar o início dos projetos de investimento e para dar tempo para que os empresários possam obter fundos de longo prazo para financiar o investimento (*funding*), através da colocação de ações ou por intermédio de bancos de investimento. Desta forma, a produção de investimento usa o financiamento bancário como

²⁰ “O dinheiro, o sistema bancário e as finanças não podem ser entendidos se não se levar em conta a evolução e inovação financeira: o dinheiro é, na verdade, uma variável determinada de maneira endógena – a oferta responde à demanda, não sendo algo mecanicamente controlado pelo Fed. As mudanças na quantidade de dinheiro aumentam devido à interação entre unidades econômicas que desejam gastar além do lucro e os bancos que facilitam tal gasto” (MINSKY, 2009, p. 310).

²¹ Alavancagem é a proporção do patrimônio líquido sobre o total do ativo. Segundo Minsky (2009, p. 321), “(...) a alavancagem pode ser interpretada como o uso do dinheiro alheio na aquisição de bens”.

finance, e seus custos impactam no preço de oferta dos bens de capital. Os bancos também atuam financiando e comercializando a aquisição e o controle de ativos financeiros das famílias. De forma mais particular, observa-se que os bancos de investimento administram a distribuição de ações, enquanto que os bancos comerciais financiam a propriedade de ações. Com isto, verifica-se que a propriedade de participação societária em uma corporação moderna está vinculada ao processo bancário. Neste sentido, é importante salientar que as instituições bancárias estão sujeitas ao mesmo clima de expectativas dos gestores de ativos de capital real e das famílias, que são proprietárias de ações e outros ativos financeiros.

A extensão em que a diversificação, ou alavancagem, dos ganhos retidos – ou seja, o financiamento por dívida – ocorre no financiamento do investimento não depende apenas das expectativas das empresas investidoras, mas também da disposição de os bancos aceitarem e até forçarem essa diversificação, bem como da disposição das famílias em manter essas ações diversificadas a preços valorizados ou mesmo em valorização. Sempre que as empresas e as famílias aumentam essa diversificação, os bancos reduzem a proteção de que elas gozam da margem do investimento do tomador em seja lá o que for que estiver sendo financiado. (MINSKY, 2011, p. 148).

Assim, verifica-se que a ampliação da alavancagem pelos bancos gera uma grave consequência que é a diminuição de suas margens de segurança, o que tende a elevar o potencial de instabilidade da economia. Para Minsky (2009, p. 321), os bancos que operam alavancados acabam subestimando “(...) a extensão pela qual o patrimônio acionário ou os investimentos oferecem garantias a outras empresas”.

Keynes já havia alertado para a grande importância das condições de crédito – que é o grau de confiança das instituições prestadoras em relação àqueles que as procuram para tomar empréstimos – para a determinação do investimento. Como as condições de crédito demonstram as visões que os bancos têm dos tomadores de empréstimos, e dado que os bancos financiam as posições tanto de detentores de ativos reais quanto dos detentores de participação acionária, a simples revisão dos bancos sobre o nível adequado de alavancagem a ser praticado no financiamento de posições em ativos de capital pode ter o efeito de provocar um forte impacto no preço das ações. Isto se dá “(...) porque a organização das bolsas de valores é planejada para facilitar as transações em ações, o que leva a um grande giro desses investimentos indiretos e a uma constante reavaliação de seu preço de mercado” (MINSKY, 2011, p. 149).

É importante notar que o efeito das condições de crédito no preço das ações pode gerar reações desastrosas na eficiência marginal do capital. Assim, observa-se que a bolsa de valores tem um papel de destaque sobre o comportamento do sistema por reavaliar diariamente muitos investimentos. Essas reavaliações permitem que os indivíduos revisem frequentemente as suas aplicações. Segundo Keynes (1996), apesar dessas reavaliações diárias se destinarem principalmente a facilitar as transferências de investimentos já concretizados entre os agentes econômicos, elas inevitavelmente influenciam fortemente o montante do investimento corrente.

Isso porque não há nenhum sentido em se criar uma empresa nova a um custo maior quando se pode adquirir uma empresa similar existente por um preço menor, ao passo que há uma indução para se aplicarem recursos em um novo projeto que possa parecer exigir uma soma exorbitante, desde que esse empreendimento possa ser liquidado na bolsa de valores com um lucro imediato. (KEYNES, 1996, p. 162).

Vale dizer, certas categorias de investimentos, ao invés de serem reguladas pelas expectativas do empresário profissional, são reguladas pelas expectativas médias dos agentes que negociam nas bolsas de valores, o que se revela no preço das ações.

As condições de crédito também exercem outro importante papel para a determinação do investimento, pois um aumento nas condições de crédito influencia o potencial de financiamento do investimento por dívida, sendo equivalente a uma melhoria no rendimento corrente. Isto se dá porque sempre que os agentes ampliam a alavancagem dos seus investimentos devido a melhorias nas condições de crédito, eles ficam com certa margem inutilizada de ‘poder de tomador’, que é tão boa para proporcionar uma base para a expansão da propriedade de ativos de capital quanto os ganhos retidos.

As finanças utilizadas tanto para a produção adicional de ativos de capital, quanto para o financiamento de posições em carteira por endividamento, advêm de duas fontes: criação de moeda e diversificação de portfólio dos proprietários de riqueza. Como estas duas fontes estão relacionadas à natureza da atividade bancária e do mercado de capitais, isto demonstra a grande importância do sistema bancário, segmentado ou não, para estimular a atividade econômica. É importante frisar que para tal os bancos agem como especuladores, já que suas obrigações têm um prazo inferior aos seus direitos – os passivos dos bancos são constituídos de depósitos à vista ou de curto prazo, enquanto que seus ativos são formados,

principalmente, por empréstimos datados a médio ou longo prazo. Portanto, os bancos sempre especulam no que diz respeito à sua capacidade de refinanciar suas posições em ativos, dado as recorrentes retiradas de depósitos.

O crescimento da intermediação financeira e dos mercados secundários também possui um papel de destaque. Para Minsky (2011, p. 154), tal crescimento “(...) adiciona outros conjuntos de ativos que podem ser mantidos como ativos líquidos nos portfólios e, como tais, são substitutos para a moeda”. Com isto, a intermediação financeira pode provocar o aumento do preço dos ativos de capital em relação ao preço da produção corrente. Minsky também salientou o papel multifacetado da especulação, por envolver a tomada de decisão de diferentes agentes econômicos. Segundo o autor (2011, p. 154):

(1) Os proprietários de ativos de capital especulam com investimento financiado por dívida e posições no estoque de ativos de capital; (2) os bancos e outras instituições financeiras especulam tendo por base a combinação de ativos que possuem e o mix de passivos que devem; (3) as empresas e as famílias especulam a partir dos ativos financeiros que possuem e sobre como financiam sua posição nesses ativos.

Durante uma situação de *boom*, o comportamento dos agentes econômicos é de extrema serventia para demonstrar os aspectos da especulação e sua relação com o ritmo de investimento. Em um momento de *boom*, observa-se uma diminuição da demanda especulativa por moeda e uma elevação de posições financiadas por dívida nos portfólios dos agentes.

Os proprietários de ativos de capital comprometem porções maiores dos fluxos de caixa esperados de suas operações, seus Qs, no pagamento de compromissos financeiros, CC. Os bancos aumentam sua propriedade de empréstimos às custas de investimentos e, com uma atuante gestão de passivo, aumentam sua escala de operações para dadas reservas de moeda. Outras instituições financeiras também aumentam sua escala de operações saindo ativamente em busca de fundos. Famílias e empresas substituem ativos financeiros não monetários por moeda como suas reservas líquidas. (MINSKY, 2011, p 155).

Em suma, alguns agentes econômicos agem criando compromissos de pagamentos que são superiores às suas receitas pelo menos em um curto período. Com isto, para que estes agentes possam cumprir com seus compromissos de pagamentos monetários, eles precisam recorrer a um refinanciamento. Isto significa que estes agentes passam a ficar cada vez mais

dependentes do funcionamento dos mercados financeiros, assim como dos mercados de bens e fatores. O refinanciamento poderá ser feito via venda de seus ativos ou de seus passivos. A venda de ativos ou passivos com o intuito de arcar com os compromissos de pagamentos monetários firmados é chamada de ‘tomada de posição’, em que a posição é a manutenção de ativos da unidade que não possui mercado que possam ser imediatamente vendidos²², apesar de gerar rendas. No caso das firmas, a ‘posição’ que precisa ser financiada está nos ativos de capital necessários para a produção, já para as instituições financeiras, a ‘posição’ é observada pelos ativos com mercados secundários incompletos.

No desenrolar de uma situação de *boom*, os agentes (famílias, firmas e instituições financeiras) são obrigados a assumir uma posição ainda mais arrojada. No momento em que o limite da capacidade de tomar empréstimos para saldar seus compromissos é alcançado, as alternativas passam a ser: i) a venda de alguma posição; ii) deter ou reduzir o ritmo de aquisição de ativos. No caso das firmas em operação, isso abrange uma diminuição da alavancagem utilizada no financiamento de um novo investimento.

Quando o aumento do risco proveniente de determinadas estruturas de passivo provoca uma ampliação da demanda especulativa por moeda, os agentes procuram vender ou reduzir seus ativos para reparar as dívidas. Isto, por sua vez, provoca uma queda no preço dos ativos, sendo um dos aspectos característicos de uma situação de crise. Já o total rompimento do refinanciamento provoca um acentuado deslocamento para baixo da função P_K e a uma elevação no risco do tomador e do emprestador. Em ambas as circunstâncias o ritmo do investimento cai rapidamente.

Uma crise normalmente vem acompanhada de um processo de deflação da dívida, que surge a partir de duas situações: quando “(...) o preço de demanda de ativos de capital derivado da capitalização do mercado das quase rendas é maior do que o preço de oferta, mas o risco do tomador é tão grande que o investimento é menor do que o que os fundos internos podem financiar” (MINSKY, 2011, p. 157); e quando o preço de demanda de ativos de capital está abaixo do preço de oferta, o que faz com que o investimento tenda a zero dado que todos os

²² “Alguns ativos e passivos financeiros possuem mercados amplos, com muito participantes, e profundos, no sentido de que pequenas concessões no preço causarão um grande aumento de fundos, ou seja, uma oferta elástica de finanças. Outros mercados financeiros são estreitos, com poucos participantes apenas, e superficiais, de modo que qualquer oscilação maior na quantidade oferecida levará a grandes quedas de preços, sem qualquer aumento proporcional na oferta de fundos” (MINSKY, 2011, p. 155).

fundos gerados internamente são utilizados para arcar com as dívidas. Em ambas as situações descritas, as empresas também estarão refinanciando sua dívida de curto prazo através da substituição desta dívida de curto prazo que está vencendo pela emissão de uma dívida de longo prazo, o que tem o objetivo de reduzir os compromissos de fluxo monetário de curto prazo da estrutura de seus passivos.

Segundo Minsky (2011, p.157), em um processo de deflação da dívida, “(...) haverá então uma resposta dos desdobramentos puramente financeiros sobre a produção demandada para investimento e, por meio do multiplicador, sobre a produção demandada para o consumo”. O resultado destes desdobramentos financeiros será desemprego e uma depressão. Para o autor (2005, p. 157), o que poderá deter a deflação da dívida e a conseqüente queda da produção será o efeito combinado dos seguintes fatores:

Das propriedades estabilizadoras de curto prazo dos gastos de consumo, das propriedades estabilizadoras dos esquemas de tributação e gastos do governo, da influência dos ativos monetários que não são dívida de nenhuma unidade e da ação do banco central enquanto empregador de última instância.

Porém, o processo de deflação da dívida – por ter simultaneamente um efeito imediato e outro mais lento sobre o investimento e sobre as posições desejadas de dívida – levará a um período de persistente desemprego. Desta forma, uma situação de deflação da dívida será caracterizada por uma conjuntura macroeconômica de recessão estagnante, cuja profundidade e duração são incertas. Segundo Minsky (2011), com a ampliação do desinvestimento e com as reconstruções das posições financeiras, as repercussões subjetivas da deflação da dívida vão desaparecendo. A partir de então surge um novo estágio de recuperação econômica, que “(...) começa com forte memória da penalidade retirada devido a posições de passivo expostas durante a deflação da dívida e com as estruturas de passivo que foram purgadas da dívida” (MINSKY, 2011, p. 159).

Quando a recuperação transforma-se em expansão sustentada, os agentes, com o otimismo dessa nova fase, vão se tornando cada vez mais arrojadados. O passar do tempo faz com que a lembrança do desastre passado se dissipe da mente dos agentes. Em boa parte isto se dá porque com a expansão da atividade econômica um grande número de ‘clarividentes’ econômicos começam a ‘pregar’ a extinção do ciclo econômico e o início de uma nova era de prosperidade permanente. Desta forma, os agentes passam, cada vez mais, a assumir novas

dívidas. Algo que é explicado pelo fato do financiamento, em grande medida, ser baseado no falso pressuposto²³ de que a situação vigente – que é de prosperidade e, portanto, de otimismo – continuará vigorando. Com isto, verifica-se que “a estabilidade – mesmo a de uma expansão – é desestabilizadora, pelo fato de que mais arriscados financiamentos do investimento são compensadores para os líderes, e logo outros se seguem” (MINSKY, 2011, p. 159).

Como importante conclusão desta discussão, Minsky observou que são as facilidades financeiras que regulam o ritmo do novo investimento. As finanças agem ou amplificando ou desestimulando os investimentos. Como o investimento é o fator determinante da renda e do emprego, “consequentemente, são as finanças que estabelecem o ritmo da economia” (MINSKY, 2011, p. 161); além disso, ele verificou que o funcionamento normal dos sistemas bancário e financeiro é uma condição necessária para a boa operacionalidade da economia capitalista.

1.1.1.4 O resultado kaleckiano e a importância do grande governo

No livro ‘Estabilizando uma Economia Instável’, Minsky adicionou à sua hipótese de instabilidade financeira o resultado Kaleckiano²⁴, segundo o qual os lucros pré-taxação se igualam à soma de investimentos, ao déficit governamental e aos impostos sobre lucros. Com isto, a expansão dos investimentos provocaria uma expansão dos lucros, que contribuiria para validar as expectativas dos empresários e os incentivaria ainda mais a investir. Ou seja, investimento gera lucro que incentiva mais investimentos. A incorporação de modo explícito do resultado Kaleckiano proporcionou ao Minsky uma força adicional à sua proposição de que a instabilidade fundamental na economia capitalista se move em direção a um frenesi especulativo (WRAY; TYMOIGNE, 2008).

A incorporação do resultado Kaleckiano também contribuiu para Minsky aprimorar a discussão sobre os balanços setoriais, além de apresentar a importância do papel do Governo

²³ Para Minsky (2011), é um falso pressuposto, pois nem o *boom*, nem a deflação da dívida, nem a estagnação e certamente nem uma recuperação ou crescimento de pleno emprego podem continuar indefinidamente, já que cada situação alimenta forças que levam à sua própria destruição.

²⁴ Para tal, Minsky (2009) defende a necessidade de se manter a ‘ousada hipótese’ de que os trabalhadores (e recebedores de pagamentos de transferência) gastem toda sua receita em bens de consumo, que os recebedores de lucro não consomem e que a demanda por bens de consumo se iguale aos impostos sobre o salário dos trabalhadores e os pagamentos de transferência dos recebedores.

em sua exposição. Para Minsky, os gastos governamentais, assim como os investimentos privados (que são componentes do Produto Interno Bruto que variam de forma independente em relação ao funcionamento da atividade econômica), são os fatores determinantes e causais do que ocorre na economia. Desta forma, ele considera que o governo tem a capacidade de impedir um declínio cumulativo do PIB, além de poder sustentar a atividade econômica. Para tal, é importante explicitar os diferentes impactos que os déficits governamentais exercem na atividade econômica.

O efeito da receita e dos empregos, que operam de acordo com a demanda do governo por bens, serviços e trabalho; o efeito orçamentário, que opera através da geração de superávits e déficits setoriais; e o efeito da carteira de investimentos, que existe porque os instrumentos financeiros enviados para financiar um déficit devem necessariamente aparecer em alguma carteira de títulos. (MINSKY, 2009, p. 68).

O primeiro efeito é normalmente utilizado nos modelos que estabelecem como o PIB é determinado. Já o segundo (que foi o efeito enfatizado pelo Kalecki) e terceiro efeitos do governo na economia são geralmente ignorados pela ‘análise padrão’, que apenas apresenta os efeitos secundários e diretos dos gastos governamentais, incluindo pagamento de transferência e taxas sobre a demanda agregada. Entretanto, estes dois últimos efeitos são de grande importância dado que a economia funciona tanto como um sistema gerador e distribuidor de receita, quanto como um sistema financeiro complexo.

Para Minsky (2009, p. 74), a soma dos superávits e déficits de todos os setores da economia deve ser igual a zero, algo que é explicado “(...) pelo simples fato de que toda vez que algum elemento paga (em dinheiro) pela compra de produção corrente, algum outro elemento recebe dinheiro”. Para ele, esta proposta serve para inúmeras agregações já que os diferentes setores da economia (famílias, firmas, governo e instituições financeiras) não passam de consolidações de elementos básicos. A partir desta relação, observa-se que uma elevação no déficit do governo será compensada por um movimento igual em direção ao superávit nos setores privado e doméstico. Dado que o movimento em prol do superávit por parte do setor privado leva a um aumento nos lucros brutos pós-taxação, este setor apresentará uma ampliação da sua capacidade de endividamento, mesmo que a economia se mova em direção a uma situação de recessão. Além do mais, o déficit do governo provocará uma elevação na proporção da poupança doméstica, que, posteriormente, contribuirá para uma diminuição das dívidas domésticas e para um crescimento nos bens líquidos domésticos.

O Grande Governo, com seu grande potencial para déficits gigantescos automáticos, coloca a economia num piso elevado diante de uma espiral descendente em potencial. Apesar deste piso mais alto ser importante, ele é ainda mais fundamental num mundo em que há débitos privados e domésticos, pois os lucros brutos corporativos e as poupanças domésticas são essenciais para a validação de tais dívidas. (MINSKY, 2009, p. 81).

Observa-se, assim, que sem a emergência de um déficit governamental, a capacidade de endividamento dos setores privado e doméstico fica drasticamente comprometida, algo que se deve a um processo interativo de queda em espiral de receitas e lucros. Segundo Minsky (2009), tal comprometimento é uma das principais causas do processo de deflação das dívidas e de uma situação de depressão. “O impacto orçamentário setorial do Grande Governo, que sustenta a lucratividade do setor privado, é precisamente o que torna impossível tal declínio interativo e cumulativo” (MINSKY, 2009, p. 82). Entretanto, Minsky faz questão de chamar atenção que apesar dos déficits governamentais contracíclicos atenuarem os aspectos negativos da instabilidade, déficits governamentais crônicos intensificam os aspectos positivos de uma instabilidade inflacionária.

Os déficits do governo são financiados pela colocação de títulos públicos no mercado financeiro. Estes títulos são adquiridos por instituições financeiras, tais como bancos, instituições de poupança, seguradoras e fundos de pensão, entre outras. Tais instituições, ao adquirirem os títulos públicos, apresentam visíveis alterações em seus portfólios de aplicações, dado que os títulos são seguros e líquidos, mesmo em uma situação de recessão. “Consequentemente, grande parte do impacto direto das oscilações nos déficits e superávits entre os setores ocorrerá sobre os bens adquiridos e vendidos pelas instituições financeiras” (MINSKY, 2009, p. 82). O setor doméstico obtém os títulos públicos das instituições financeiras por uma série de formas, tais como: direito a pensão, política de seguros, valores previdenciários, contas correntes e de poupança que permitam saques sem aviso prévio, e vários outros tipos de investimento que possuam carência e necessitem de prévia solicitação de saque. Consequentemente, os balanços financeiros do setor privado sofrem uma influência direta da postura do balanço do governo: o déficit do governo proporcionaria ao setor privado uma expansão sem a criação de balanços frágeis. Isto para Minsky é o que explica o terceiro efeito do déficit público na economia: redução do risco das carteiras de investimentos.

Para Minsky (2009), a existência do Grande Governo foi uma das causas para a interrupção do declínio da economia dos EUA, a partir do segundo trimestre de 1974 até o primeiro

trimestre de 1975²⁵. O enorme crescimento dos títulos governamentais fez com que o risco de não pagamentos das carteiras de bancos e empresas caísse. Os bancos e outras instituições financeiras, ao adquirirem tais títulos, ficaram com suas carteiras mais líquidas. As empresas, ao passo que começaram a liquidar seus estoques, não só puderam diminuir seu nível de endividamento junto aos bancos, como também passaram a comprar parte dos títulos emitidos pelo governo. O público doméstico também conseguiu reduzir seu grau de endividamento.

Desta forma, segundo Minsky (2009, p. 86), “a existência de uma dívida governamental gigante e em crescimento serviu como um estabilizador significativo das carteiras de investimento durante o ameaçador período de 1975”. Para ele, caso os EUA não tivesse um Grande Governo em 1975, dois processos seriam observados: primeiro, teria uma queda do investimento privado a um patamar maior do que o ocorrido, algo explicado pela liquidação dos estoques e pela queda, ou até mesmo abandono, dos programas de investimento já iniciados; segundo, haveria uma queda da renda disponível pessoal a um ritmo mais rápido do que as próprias despesas, de tal forma que a proporção de poupança do setor doméstico teria sido menor. Os gastos de consumo e os gastos com investimento cairiam para que fosse eliminado um excesso ‘virtual’ nos níveis de poupança (superávit) da economia sobre os investimentos (déficit). Entretanto, a diminuição nas despesas domésticas e nos investimentos privados provocaria uma queda no fluxo de fundos internos privados, o que ampliaria o déficit privado independentemente de qual fosse o nível de investimento. Este processo de declínio interativo e cumulativo nestas variáveis poderia ter levado a economia norte-americana a uma profunda depressão.

1.1.1.5 As posturas financeiras dos agentes

O passo seguinte dado por Minsky para aperfeiçoar o seu modelo teve o intuito de deixar mais evidente a interação entre o sistema financeiro e o sistema produtivo. Este se daria pela relação entre as condições de financiamento creditício e as condições de realização de lucros no mercado de bens, dado que a expansão de gastos para a compra de ativos instrumentais é

²⁵ Segundo Minsky (2009), o déficit do governo americano também foi importante para conter os aspectos negativos da instabilidade observada com a recessão de 1981-1982. Minsky também defende que se os esforços do Reagan para diminuir o tamanho do governo fossem bem sucedidos, a economia norte-americana se tornaria mais suscetível a instabilidades.

financiada pelo sistema financeiro. Seu intuito era de analisar como os compromissos financeiros de empresários e bancos afetam a economia. Segundo Minsky (2009), a investigação das implicações das dívidas e financiamentos externos das estruturas financeiras é extremamente importante para que seja mantida a estabilidade financeira.

Para entender a dinâmica referente à relação entre os fluxos futuros de receitas esperadas das firmas e a sua acumulação de débitos, Minsky observou três tipos de posturas financeiras²⁶. São elas: *hedge*, especulativa e Ponzi. O investidor *hedge* é o devedor que, através da conversão das receitas esperadas em fluxo de caixa, consegue arcar com todos os débitos no seu passivo (incluindo amortizações e juros), no presente e no futuro, sem que haja a necessidade de novo endividamento. O do tipo especulativo é aquele devedor que possui um fluxo de caixa insuficiente para cobrir todas as suas obrigações financeiras de pagamento à vista em alguns períodos tipicamente de curto prazo, sendo apenas possível arcar com o pagamento de juros, o que o leva a ter que refinarciar o principal da dívida. “Uma empresa que usa o sistema *hedge* pode se tornar especulativa se houver uma queda na receita, e uma empresa já especulativa pode se transformar *hedge* se ocorrer uma entrada de receita ou se as dívidas forem financiadas” (MINSKY, 2009, p. 287).

Na posição de Ponzi o devedor não consegue arcar nem com os juros e nem com a amortização do principal da dívida para alguns períodos de curto prazo, tendo que recorrer a um refinanciamento para cobrir o total dos gastos financeiros. A não obtenção deste refinanciamento gera a insolvência da firma, algo que faz parte de um processo que frequentemente leva a firma à falência. Uma importante diferença da postura especulativa para a Ponzi é que nesta última as empresas capitalizam juros dentro de sua estrutura de obrigações, o que faz com que a quantidade nominal de dívidas aumente. Frequentemente, esquemas do tipo Ponzi são associados a práticas fraudulentas, porém o que se observa é que um arranjo financeiro pode ser transformado em um esquema Ponzi por dois motivos: um aumento na taxa de juros ou de outros custos, ou pela queda na receita.

Segundo Minsky (2009), medidas podem ser tomadas com o intuito de reduzir o grau de fragilidade dos devedores. Neste sentido, a reestruturação das dívidas é uma importante medida que visa transformar um sistema especulativo em *hedge*; já concessões nos termos de

²⁶ Minsky utiliza suas posturas financeiras para analisar a situação tanto de empresas produtivas quanto de empresas financeiras, como os bancos.

financiamento por parte dos fornecedores de empréstimos são medidas criadas com a intenção de promover a transformação de empresas Ponzi em especulativas. Entretanto, mesmo quando a possibilidade de rolagem da dívida tenha sido contemplada pela empresa e pelo banco no momento da assinatura dos contratos, as empresas que apresentam posturas especulativas e Ponzi se tornam dependentes das condições do mercado financeiro para honrar suas obrigações (algo que não acontece com as empresas de postura *hedge*), o que faz com que mudanças na taxa de juros e nos padrões de crédito possam afetar sua viabilidade. “Portanto, essas empresas [especulativas e Ponzi] não estão somente vulneráveis a situações que envolvem produtos e fatores de mercado – como ocorre com as que utilizam o sistema *hedge* –, mas também aos desenvolvimentos do mercado financeiro” (MINSKY, 2009, p. 289). Porém, empresas com postura Ponzi estão ainda mais vulneráveis do que empresas com postura especulativa, uma vez que seu balanço se deteriora ainda mais por causa dos pagamentos dos juros ou mesmo dos dividendos associados às dívidas em crescimento.

A passagem de uma postura de *hedge* para a especulativa e depois para a Ponzi advém de um ambiente econômico otimista, em que as decisões de investimento por parte das firmas são estimuladas e, com isto, há uma ampliação do financiamento. Ou seja, é diante de um ambiente em que os ganhos de capitais são adquiridos e esperados que os esquemas especulativos e Ponzi se desenvolvem. A existência de um grande número de empresas apresentando postura Ponzi ou especulativa é um forte indicador de instabilidade financeira. Isto se dá porque uma forte expansão dos investimentos na economia implica em uma elevação na demanda por financiamento que, por sua vez, aumenta as taxas de juro. Como consequência, verifica-se que a margem entre o valor presente dos bens e o preço da produção de investimento cai. Caso esse processo se sustente por um tempo considerável, o valor dos bens de capital pode cair a um patamar abaixo do preço de oferta de investimento. Assim, segundo Minsky (1978), à medida que a proporção de unidades financeiras especulativas e Ponzi aumentam, a economia se torna mais sensível à variações nas taxas de juros.

O aumento nas taxas de juro diminui ou elimina as margens de segurança que tornam o financiamento de investimento possível. Isto tende a forçar unidades a diminuir seus investimentos ou vender posições. Sempre que a necessidade de se tentar estabelecer posição pela própria venda de posições se torna prevaiente, o nível de preço dos bens de capital e de instrumentos financeiros é violado, de modo que os preços dos bens de capital caem relativamente aos custos de produção do investimento. (MINSKY, 2009, p. 297).

Fenômeno parecido de declínio agudo nos preços de bens acontece nas quebras na bolsa de valores e pode ter o potencial de gerar uma espiral de declínio nos investimentos e nos lucros.

As inovações financeiras também têm um papel relevante no processo endógeno de fragilidade financeira. “A velocidade com a qual as inovações financeiras, tais como os papéis comerciais, ocorrem e se propagam é também um determinante que regula o ritmo de movimento que vai de um sistema *hedge* para um esquema especulativo” (MINSKY, 2009, p. 294). Para Minsky, estas inovações são resultantes do processo competitivo de busca por lucros por parte das instituições financeiras e agem no sentido de contornar a regulamentação vigente²⁷. Isto faz com que as instituições financeiras estejam a um passo à frente dos reguladores e supervisores financeiros. “Assim, enquanto a regulamentação para apoiar a estabilidade financeira seria importante, ela não poderia resistir à evolução natural das operações financeiras que acompanhava o que ele [Minsky] considerava o processo normal pelo qual a estabilidade gera fragilidade” (KREGEL, 2011, p. 5).

Desta forma, segundo Minsky (2009, p. 340), “a fragilidade financeira, que é um pré-requisito para a instabilidade financeira, é, fundamentalmente, o resultado de processos internos de mercado”, sendo, portanto, um fenômeno endógeno. Segundo Ferrari Filho *et all* (2009), as ocorrências endógenas ao sistema capitalista (como, por exemplo, o aumento da inflação, a elevação das taxas de juros, a volatilidade das expectativas do sistema financeiro e etc) são capazes de levar a economia da fragilidade financeira à crise. Assim, diante de uma estrutura financeira frágil, crises financeiras se tornam cada vez mais possíveis de acontecer.

A robustez do sistema financeiro pode e deve ser reconstituída. Segundo Minsky (2009, p. 292), “a economia emerge de uma recessão que se segue a uma crise financeira com uma estrutura mais robusta do que tinha quando a crise ocorreu”. Isto se dá porque como resultado de uma crise financeira, os agentes econômicos (banqueiros e homens de negócio) se tornam mais cautelosos, fazendo com que eles fiquem bem longe de esquemas especulativos e Ponzi. Além disso, após uma crise, o nível de atividade econômica (emprego, produção e lucros) passa a ser mantido por déficits governamentais, de tal modo que os lucros aumentam *pari passu* aos investimentos produtivos. Com isto dois processos distintos são observados: i) uma

²⁷ “(...) Os bancos objetivam que seus ativos e obrigações, exceto ações, cresçam pelo menos tão rápido (ou até mais velozmente) do que seu patrimônio acionário, enquanto o Fed tenta monitorar este crescimento e até diminuir seu ritmo” (MINSKY, 2009, p. 331).

diminuição do peso do financiamento externo de posições de bens de capital, e; ii) a conversão de fundos a dívidas de curto prazo em ações de dívidas de longo prazo através de operações de refinanciamento a taxas de juros mais baixas pós-crise. O próprio aumento nos lucros e, com isto, nos fundos internos disponíveis para o financiamento do investimento é outro impedimento para que estruturas financeiras robustas se transformem em estruturas fragilizadas. Com o crescimento do déficit governamental, observa-se também que as dívidas governamentais passam a fazer parte dos portfólios de aplicações dos bancos e de outras unidades financeiras. Isto amplia a capacidade destes agentes de pagar suas dívidas.

Outra importante barreira ao imediato surgimento de padrões financeiros frágeis pós-crise é a relutância dos banqueiros de conceder empréstimos. Após uma crise, ou até mesmo após uma dificuldade financeira, a disposição dos empresários em tomar empréstimos retorna antes da disposição dos banqueiros em emprestar recursos. Isto restringe o financiamento e, desta forma, reduz a capacidade de endividamento das firmas.

Como conclusão, Minsky (2009, p. 319) observou que estruturas de fragilidade e de robustez se apresentam dependendo dos empréstimos oferecidos por banqueiros, de tal forma que:

Se os banqueiros estiverem preocupados com o fluxo de caixa, tal postura conduzirá à sustentação de uma estrutura financeira robusta. Se a ênfase estiver, contudo, no valor das garantias e naquele esperado sobre os bens, isso levará ao surgimento de uma estrutura financeira frágil.

Observa-se, com isto, a extrema importância da atuação de reguladores e supervisores no sentido de reagir às mudanças observadas no sistema financeiro para reduzir a instabilidade do sistema.

1.2 FUNDAMENTOS TEÓRICOS DO NOVO CONSENSO

O que é denominado de ‘Novo Consenso de *Jackson Hole*’ se desenvolveu a partir do conjunto de propostas associadas às práticas do *Federal Reserve* e foi consolidado, em 1999, na conferência organizada pelo *Federal Reserve of Kansas City*, que foi denominada de *New Challenges for Monetary Policy*. A partir de então, a concepção teórica desenvolvida pelo Novo Consenso vem influenciando a condução da política macroeconômica praticada por

uma série de países. Goodfriend (2007, p. 24) apresenta os princípios mais gerais do Novo Consenso. São eles: “*the priority for price stability; the targeting of core rather than headline inflation; the importance of credibility for low inflation; and preemptive interest rate policy supported by transparent objectives and procedures*”.

Bean *et all* (2010) destaca, em termos gerais, os seguintes elementos como centrais ao novo consenso macroeconômico: I) considerando-se os estabilizadores automáticos à parte, a política fiscal era um instrumento inadequado para a gestão da demanda macroeconômica; II) a política monetária, portanto, tinha o papel primordial de gerenciar a demanda agregada no curto prazo, a partir da administração discricionária de uma taxa de juros de curto prazo; III) os mecanismos de transmissão da política monetária operariam, principalmente, através da taxa de juros de longo prazo, dos preços dos ativos, pelas expectativas de inflação futura e por um fraco canal de crédito; IV) ampliação do foco da comunicação dos bancos centrais e de transparência de suas ações; V) banco central independente, livre de considerações políticas de curto prazo, seria a instituição mais adequada para a condução da política monetária, algo que foi reforçado pelas contribuições acadêmicas (principalmente dos autores Novos Clássicos); VI) metas monetárias intermediárias não seriam úteis por causa de sua ligação instável com os objetivos finais de política (embora isso não os impedisse de serem utilizados, em determinados momentos, como indicadores da demanda final e da inflação).

Quando a política tem como objetivo final a estabilidade de preços, ao invés de alguma variável intermediária, isto oferece ao público um quadro político mais claro e, assim, potencialmente mais durável; VII) os mercados de ativos eram vistos como sendo eficientes na distribuição e precificação de riscos e as inovações financeiras eram pensadas, normalmente, enquanto uma forma de melhorar o nível de bem estar. Mesmo considerando-se que os preços dos ativos poderiam ser alvo de ataques especulativos por parte dos investidores, a política monetária tinha um papel restrito sobre esses preços. Para os autores, “*the best monetary policy could was to limit the fallout when sentiment turned*” (2010, p. 2); VIII) as crises financeiras sistêmicas eram consideradas improváveis de acontecerem nos países desenvolvidos por eles apresentarem mercados financeiros desenvolvidos e bem regulados. Além disso, defendia-se que a estabilidade de preços e a estabilidade financeira eram companheiras naturais, de tal forma que o cumprimento da estabilidade de preços facilitaria a realização da estabilidade financeira.

Em relação à estabilidade dos preços, segundo Blanchard *et all* (2010), qualquer banco central tem a taxa de inflação baixa e estável como meta primária devido à necessidade de reputação dos bancos ligada ao combate à inflação, ao invés do nível de atividade; e pelo suporte intelectual fornecido pelo modelo novo-keynesiano. Além disso, a inflação estável seria a política ótima, como se pode observar nas próprias palavras do autor (2010, p. 3): “(...) *constant inflation is indeed the optimal policy, delivering a zero output gap (defined as the distance from the level of output that would prevail in the absence of nominal rigidities), which turns out to be the best possible outcome for activity given the imperfections present in the economy*”. Assim, manter a inflação estável seria o melhor que os políticos poderiam fazer, mesmo se eles se importassem muito com a atividade econômica – isto foi denominado de divina coincidência. Mishkin (2010) também apresenta argumentos para a defesa da estabilidade de preços como principal objetivo da política macroeconômica. Segundo ele, a inflação diminui a eficiência econômica por ampliar a incerteza sobre os preços relativos e sobre o nível de preços futuros, o que torna mais difícil a tomada de decisões por parte das empresas e dos indivíduos. Desta forma, a estabilidade de preços traz um importante benefício para a sociedade.

Em relação à política fiscal, Blanchard *et all* (2010) cita cinco motivos para explicar o porque que ela foi posta em segundo plano. São eles: i) o ceticismo amplo sobre os efeitos da política fiscal, que em grande parte tinham como base argumentos da equivalência ricardiana; ii) o fato da política monetária ser considerada apta para manter o hiato do produto estável sem a necessidade de outro instrumento; iii) a prioridade em estabilizar e, possivelmente, diminuir os altos níveis da dívida nas economias avançadas e a falta de profundidade do mercado de títulos doméstico nos países emergentes (estes fatores teriam limitado o escopo para qualquer política fiscal contracíclica); iv) os atrasos na concepção e implementação da política fiscal que, juntamente com a curta duração das recessões, implicava que tais medidas viriam tarde demais; v) a política fiscal, muito mais do que a política monetária, ser passível de distorções por restrições políticas.

Já em relação à política de estabilidade financeira, segundo Blanchard *et all* (2010), a regulação e supervisão financeira eram praticamente ignoradas do ponto de vista macroeconômico nas economias avançadas, devido à negligência que foi dada à intermediação financeira como um aspecto macroeconômico central. Só alguns países emergentes aliaram regras prudências à estabilidade macroeconômica. Entretanto, o uso de

regulação prudencial para efeitos cíclicos foi considerado impróprio dada a onda de desregulamentação financeira. Desta forma, o banco central teria como principal função a estabilidade de preços; e, segundo Mishkin (2010), o principal modelo utilizado no regime de metas de inflação, que é o modelo de equilíbrio geral estocástico dinâmico (DSGE), sequer incorporava fricções financeiras como uma importante fonte para as flutuações econômicas. Para o autor, isto gerou uma dicotomia entre a política monetária e a política de estabilidade financeira, em que a política monetária se concentraria no seu objetivo primordial, que é a inflação, e a estabilidade financeira seria tratada quer via a capacidade auto-corretora dos mercados, quer pela regulação prudencial segundo os Acordos de Basileia. Neste sentido, a política monetária só contribuiria para a estabilidade financeira se os preços dos ativos sinalizassem riscos de pressões inflacionárias e deflacionárias, e mantendo a inflação baixa e estável. Bernanke e Gertler também são defensores deste ponto de vista. Para eles (2001, p. 253): “*changes in asset prices should affect monetary policy only to the extent that they affect the central bank's forecast of inflation*”.

A concepção da política de estabilidade financeira no Novo Consenso está baseada na hipótese dos mercados eficientes. Diante desta concepção teórica, os mercados financeiros seriam eficientes suficientemente a ponto de corrigir automaticamente os desequilíbrios. (Gameiro *et all*, 2011). Com isto, os potenciais riscos sistêmicos associados a fricções nos mercados financeiros (tais como: informação imperfeita, ‘risco moral’ e comportamento de massas) foram subestimados, o que fez com que as ações que objetivassem o estouro das bolhas gerassem uma perda social ainda maior do que esses potenciais riscos sistêmicos. Outros argumentos ainda foram apresentados para justificar o porquê do banco central não agir no sentido de estourar as bolhas especulativas, são eles:

Primeiro, é difícil identificar claramente uma bolha nos preços dos ativos. Segundo, a taxa de juro oficial, principal instrumento da política monetária, é insuficiente para neutralizar bolhas de preços dos ativos, dado que tal exigiria um grande aumento da taxa de juro do banco central que teria efeitos desestabilizadores sobre a economia. Em terceiro lugar, quando as bolhas rebentam os efeitos sobre a atividade podem ser facilmente neutralizados através de taxas de juro mais baixas. (KOHN, 2006, *apud* GAMEIRO *et all*, 2011, p. 10).

Mishkin (2010) adiciona mais três argumentos favoráveis a essa estratégia, são eles: i) a ambiguidade a respeito do efeito de um aumento na taxa de juros, tendo-se em vista que alguns modelos defendem que a elevação dos juros pode diminuir a aceleração dos preços dos

ativos, enquanto outros sugerem que o aumento dos juros pode leva a um estouro mais severo da bolha, o que geraria mais estragos para a atividade econômica. Para ele (2010, p. 20), “*this view was supported by historical examples, such as the monetary tightening that occurred in 1928 and 1929 in the United States and 1989 in Japan, suggesting that raising interest rates may cause a bubble to burst more severely, thereby increasing the damage to the economy*”; ii) pela visão de que as autoridades monetárias tinham ferramentas, mesmo em uma situação em que a taxa de juros estivesse próxima do seu limite inferior zero, que manteriam os efeitos nocivos do estouro das bolhas em um nível administrável. Nesta situação, a economia seria estimulada por meio da gestão de expectativas, por prêmios de risco e prazo (que seriam reduzidos por meio da compra de títulos) e por meio de intervenções cambiais, que reduzissem o valor da moeda nacional para estimular a demanda externa para a produção doméstica; iii) o terceiro argumento é que intervenções nas bolhas dos ativos por parte do banco central fariam com que o público ficasse confuso a respeito dos objetivos do banco, o que poderia resultar na diminuição de credibilidade.

Portanto, a concepção teórica do Novo Consenso tinha como orientação que os bancos centrais, ao invés de intervir nos desequilíbrios financeiros estourando as bolhas, deixassem para responder de forma agressiva só após as bolhas estourassem. Esta estratégia é denominada de ‘*clean*’ (que é uma referência a ‘limpar’ os danos após o estouro da bolha), e é colocada em oposição à estratégia de ‘*lean*’ (‘*leaning against the wind*’²⁸) – que defende que o banco central intervenha diretamente nas bolhas dos preços dos ativos retardando seu crescimento e minimizando os danos na economia quando estas bolhas estourarem. É importante salientar que a estratégia de *clean* foi predominante no *Federal Reserve* dos EUA até a recente crise financeira internacional, sendo posta em prática após o estouro da bolha das *dot.com* em 2000-2002.

As lições da crise financeira internacional fizeram que autores do Novo Consenso repensassem a condução da política macroeconômica e, principalmente, a condução da política de estabilidade financeira. A próxima subseção terá o objetivo de apresentar as principais lições que os autores do Novo Consenso estão obtendo com a crise.

²⁸ Uma tradução literal para o português seria ‘inclinando-se contra o vento’.

1.2.1 As lições da recente crise financeira internacional para os economistas do Novo Consenso

Importantes autores do Novo Consenso analisaram a recente crise financeira internacional para tentar extrair lições. A primeira lição é que a estabilidade de preços não é suficiente para garantir a estabilidade financeira. Segundo Blanchard *et all* (2010), a crise demonstrou que a inflação e o hiato do produto podem ser estáveis, que mesmo assim a economia pode apresentar desequilíbrios financeiros. Já para Mishkin (2010), o ambiente econômico favorável ainda pode ter contribuído para a ampliação da instabilidade financeira por ter promovido a assunção de riscos excessivos. Para ele, evidências empíricas demonstram que os prêmios de risco de crédito e os padrões de subscrição de empréstimos haviam diminuído consideravelmente antes da recente crise financeira.

A segunda lição está relacionada aos efeitos da ampliação da incerteza sobre os valores dos ativos em situações de crises. Estes efeitos ficaram óbvios na atual crise após a falência do *Lehman Brothers*. A incerteza sobre os valores dos ativos, em situações de crises, pode se ampliar a tal ponto que pode contribuir para a formação de rupturas no sistema financeiro e, após efeitos depressivos sobre o investimento e gastos dos consumidores, para a contração da atividade econômica.

A terceira lição obtida pelos autores do Novo Consenso se refere ao impacto que o setor financeiro pode gerar para a atividade econômica, principalmente diante de uma situação de uma crise financeira sistêmica, tal como a crise financeira recente. A atual crise começou em um setor específico do mercado financeiro americano (as hipotecas *subprime*), mas após uma série de choques (tais como a falência do *Lehman Brothers* e o colapso na AIG) ela se espalhou para outros segmentos do mercado financeiro e para outros países, transformando-se em uma crise financeira internacional que prejudicou a atividade econômica de vários países, inclusive os Estados Unidos. Assim, segundo Mishkin (2010, p. 23), “*the global financial crisis of 2007-2009 therefore demonstrated that financial frictions should be front and center in macroeconomic analysis*”.

Além da recessão internacional, a recente crise financeira também apresentou outros elevados custos. São eles: o lento crescimento por algum tempo após a crise, uma acentuada deteriorização do orçamento público e prejuízos na condução da política macroeconômica,

principalmente depois da adoção de políticas monetárias não convencionais por parte do banco central. Dados todos esses efeitos que o sistema financeiro pode gerar para a atividade econômica, os custos que a estratégia de *clean* pode apresentar e o fato de a taxa de juros não ser um instrumento suficiente para equilibrar os preços dos ativos, alguns autores do Novo Consenso passaram a defender maiores intervenções no sistema financeiro por parte do banco central.

A quarta lição discute sobre o limitado papel que a regulação financeira tinha (que era essencialmente prudencial), o que é visto como um fator agravante da própria crise financeira. Segundo Blanchard *et all* (2010), a fraca regulação financeira praticada teria incentivado os bancos a criarem entidades extra-patrimoniais para fugir da necessidade de requerimentos de capitais e, desta forma, ampliar a sua alavancagem. Para o autor (2010, p. 9), “*mark-to-market rules, when coupled with constant regulatory capital ratios, forced financial institutions to take dramatic measures to reduce their balance sheets, exacerbating fire sales and deleveraging*”.

A quinta lição é sobre a importância da política fiscal contracíclica como ferramenta macroeconômica, algo que havia sido renegado pelos autores do Novo Consenso. A atual crise demonstrou que a política fiscal se tornou uma importante ferramenta principalmente após a política monetária ter alcançado seu limite e pela duração da recessão após a crise, o que possibilita que a política fiscal tenha tempo para produzir impactos benéficos na economia mesmo com suas defasagens.

Os países que entraram na crise com baixa dívida pública puderam implementar políticas fiscais contracíclicas mais agressivas sem ter que se preocupar com a estabilidade fiscal ou enfrentar paradas súbitas, já os países que entraram na crise com altos níveis de dívida e um grande passivo a descoberto tiveram a capacidade limitada para usar a política fiscal. (URPIA, OMOTO, 2012, p. 7).

A sexta lição discute os efeitos *spillovers* internacionais relacionados à condução da política macroeconômica entre os países, principalmente dada as suas interligações. Segundo Eichengreen *et all* (2011, p. 13), “*cross-border spillovers may also have increased as a result of the nature of policy responses to economic shocks and business cycle conditions*”. Um claro exemplo de efeitos *spillovers* entre os países se deu com a condução da política monetária não convencional pelos EUA.

1.2.2 Repensando a política de estabilidade financeira

No que condiz à discussão sobre a política de estabilidade financeira, uma autora de grande destaque dentro do Novo Consenso é Schinasi. Para ela (2004, p. 8), “*a financial system is in a range of stability whenever it is capable of facilitating (rather than impeding) the performance of an economy, and of dissipating financial imbalances that arise endogenously or as a result of significant adverse and unanticipated events*”.

Segundo Schinasi (2004), a análise da estabilidade financeira ainda está em sua fase inicial do desenvolvimento e da prática quando comparada com outras políticas macroeconômicas, de tal forma que ainda não existe um modelo ou um quadro analítico que seja amplamente aceito para a análise da estabilidade financeira. Para a autora, a avaliação da estabilidade financeira tem que ser ampla e deve englobar a infraestrutura financeira (sistema jurídico, regulamentação financeira, supervisão e fiscalização), além das instituições e os mercados. Como a autora acredita não ter razão para que a estabilidade financeira seja alcançada através de uma única meta, tal como é com a política monetária; para ela, a estabilidade financeira será alcançada se o sistema financeiro apresentar as seguintes características:

(a) to facilitate both an efficient allocation of economic resources — both spatially and especially intertemporally — and the effectiveness of other economic processes (such as wealth accumulation, economic growth, and ultimately social prosperity); (b) to assess, price, allocate, and manage financial risks; and (c) to maintain its ability to perform these key functions — even when affected by external shocks or by a build up of imbalances — primarily through self-corrective mechanisms. (2004, p. 8).

Dada todas as lições obtidas com a recente crise financeira internacional, alguns autores representantes do Novo Consenso, tal como Eichengreen *et all* (2011), têm defendido que a estabilidade financeira também seja um objetivo explícito do banco central. Para tal, o banco central pode fazer uso das políticas macroprudenciais – que são vistas como os domínios administrativos e regulamentares e o conjunto de instrumentos destinados a assegurar a estabilidade financeira. Segundo Gameiro *et all* (2010), o uso de políticas macroprudenciais torna o sistema financeiro mais robusto, tornando-o capaz de absorver choques sem grandes perturbações para a economia real, e ajuda a conter a acumulação de fragilidades e riscos sistêmicos.

Para Eichengreen *et all* (2011), além do uso das políticas micro e macroprudenciais, o banco central deve também fazer uso da política monetária em situações de desequilíbrios financeiros, mesmo que isso implique em desvios da meta de inflação. Para o autor, a política monetária afeta a estabilidade de preços via seus impactos na avaliação dos ativos, nos preços das *commodities*, na alavancagem do crédito, sobre os fluxos de capital e na taxa de câmbio. Como as ferramentas macroprudenciais também afetam a política monetária, principalmente via o canal do crédito; Eichengreen *et all* (2011) defende o abandono do princípio de Tinbergen (que defende o uso de diferentes instrumentos para diferentes metas) em relação à atuação do banco central. Gameiro *et all* (2010) também defende que o uso da política monetária se der em complementação da política de estabilidade financeira.

Em relação à responsabilidade pela manutenção da estabilidade financeira, para Eichengreen *et all* (2011), ela pode ser atribuída ao banco central ou a outra autoridade própria de supervisão financeira, sendo que o banco central sempre será responsabilizado por problemas no sistema financeiro por ter a função de ser o prestador de última instância. Além disso, para o autor, caso o banco central for a instituição responsável pela condução da política de estabilidade financeira, ele precisará de mais independência, até para legitimar suas ações nas situações em que a natureza das ameaças para a estabilidade financeira for mal compreendida pelo público. Nestas circunstâncias, uma maior comunicação e transparência serão cruciais para que o banco central defenda sua independência. Já se a estabilidade financeira não for atribuída ao banco central, será importante uma grande coordenação entre o banco central e as demais instituições que contribuam para assegurar a estabilidade financeira, principalmente quando os formuladores de políticas enfrentarem os *trade-offs* entre o uso de ferramentas monetárias e medidas macroprudenciais.

Mishkin (2010) é outro importante autor do Novo Consenso que é favorável que a estabilidade financeira seja uma meta explícita do banco central e que a política monetária seja utilizada como instrumento para se alcançar tal meta. Esta visão advém do fato do autor observar que a dicotomia entre a estabilidade financeira e a política monetária é falsa, tendo-se em vista que a política monetária e a política de estabilidade financeira são intrinsecamente ligadas. Desta forma, para ele, a coordenação entre a política monetária e a política macroprudencial é de extrema importância para se perseguir a estabilidade de preços, a estabilidade do produto e a estabilidade financeira. O autor também defende que o banco central seja a escolha natural para exercer o papel de regulador do sistema financeiro.

Os autores do Novo Consenso, que passaram a ser favoráveis à adoção de uma meta explícita de estabilidade financeira por parte do banco central, também passaram a defender que esta instituição mude sua forma de agir diante das bolhas de ativos passando a utilizar a estratégia do tipo *'leaning against the wind'*. Diversos argumentos favoráveis a essa estratégia foram apresentados. Primeiro, os autores afirmam que não é necessário determinar com exatidão o grau de desvio dos preços dos ativos individualmente; além disso, testes de estresse são ferramentas que podem ser utilizadas para contribuir com o descobrimento das bolhas. Segundo, o estouro de uma bolha de ativos pode provocar um forte efeito na economia gerando um grande custo social e, até mesmo, uma grande recessão. Terceiro, segundo esses autores, os mercados mais importantes para a discussão sobre a relação entre política monetária e estabilidade financeira é o mercado imobiliário e o mercado de instrumentos derivativos associados com investimentos em habitação, e não o mercado de ações. Nesses mercados, pequenas mudanças na política monetária geram uma grande contribuição para a estabilidade financeira devido o impacto da política monetária nos custos de financiamento – que, por sua vez, podem ter um impacto na assunção de riscos e nas condições de financiamento.

Even if policy makers are convinced that higher housing prices are broadly justified by secular trends in population, household size, and living standards, policy intervention would still be justified if the policy maker also believed that, if left unchecked, current loose monetary conditions significantly raise the risk of an abrupt reversal in housing prices and of financing conditions, with adverse consequences for the financial system and the economy. (EICHENGREEN et al, 2011, p. 6).

Além disso, quanto mais tempo a bolha durar, maior será o risco de acontecer uma grande crise financeira, dado que os aumentos dos preços dos ativos elevam o valor do colateral apresentado como garantia para a obtenção do crédito e, conseqüentemente, do financiamento concedido. Isto permitirá que novas aquisições sejam financiadas, o que conduzirá a aumentos adicionais nos preços e, portanto, fará com que a bolha infle ainda mais.

É importante salientar que nem todos os autores do Novo Consenso concordam que o banco central passe a perseguir a estabilidade financeira como meta e que utilize a política monetária para tal. Svensson (2010), mesmo reconhecendo que a estabilidade de preços não é suficiente para gerar a estabilidade financeira, é um dos autores que não concorda que o banco central passe a utilizar a política monetária para alcançar a estabilidade financeira. Segundo ele

(2010, p. 15), “*monetary policy should not be used to target housing prices or household debt*”. Bean *et al* (2010) também é contrário que o banco central passe a perseguir metas explícitas de estabilidade inflacionária e estabilidade financeira em geral.

Porém, é fato que importantes autores do Novo Consenso passaram a repensar a condução da política de estabilidade financeira. Como principais propostas alguns desses autores vêm defendendo que o banco central passe a colocar a estabilidade financeira como meta a ser perseguida, que utilize a política monetária também com o intuito de alcançar a estabilidade financeira, mesmo que isso resulte em desvios da meta de inflação nos momentos de desequilíbrio financeiro, e que mude sua forma de atuação diante das bolhas de ativos passando a adotar a estratégia de ‘estourar as bolhas’, utilizando-se da estratégia de ‘*lean*’.

1.3 CONCLUSÕES E POSICIONAMENTO NO DEBATE

Através de uma análise comparativa entre as teorias apresentadas acima, observa-se que o Keynesianismo Financeiro apresenta fundamentos teóricos mais sólidos do que o do Novo Consenso para a construção de uma macroeconomia financeira. Isto pela necessidade de se ter uma teoria que tenha a instabilidade financeira como ponto central, ao invés do equilíbrio. A hipótese de instabilidade financeira traz importantes explicações a respeito da tomada de decisão dos indivíduos em um ambiente de otimismo, o que explica como que a estabilidade é em si desestabilizadora. Além disso, esta hipótese destaca a forma de atuação (administração do ativo e do passivo) de um determinado agente econômico, que é o banco. Esta instituição, através do uso de inovações financeiras e organizacionais, atua tentando ‘escapar’ da regulamentação vigente. Assim, a dinâmica do processo concorrencial bancário contribui para a ampliação da fragilidade do sistema financeiro, o que gera a necessidade de reformas financeiras.

Conforme Freitas (2010, p. 247), “o envolvimento dos bancos com os sucessivos movimentos especulativos do tipo inflação de ativos (*asset price inflation*) nos mercados acionários, imobiliários e de derivativos tem estado na origem da eclosão de graves crises financeiras”. Entretanto, verifica-se que a hipótese de instabilidade financeira tem como limitação a não descrição de uma situação de crise financeira.

Outro importante ponto que tem que ser destacado é que os autores do Novo Consenso fizeram um tímido reconhecimento dos erros teóricos praticados e, com isto, passaram a defender determinadas mudanças. Entretanto, verifica-se que estas mudanças propostas são insipientes e nada revolucionárias quando comparadas com as propostas de estabilidade financeira dos autores do Keynesianismo Financeiro. As propostas destes autores serão apresentadas no próximo capítulo.

CAPÍTULO 2: POLÍTICAS DE ESTABILIDADE – REFORMAS FINANCEIRAS E GESTÃO MONETÁRIA NA VISÃO DO KEYNESIANISMO FINANCEIRO

O capitalismo tem sua história pontuada por profundas depressões que são associadas a situações de pânico e de quebras no sistema financeiro. E, após cada grande depressão, a estrutura institucional do sistema financeiro é reformada por meio de legislações. Assim, segundo Minsky (2009, p. 417-418), “a história da moeda, do sistema bancário e da legislação financeira pode ser interpretada como” buscas por estruturas que eliminariam a instabilidade. Entretanto, evidências empíricas demonstram que tais buscas têm sido falhas. Além disso, tal como abordado no capítulo anterior, a hipótese de instabilidade financeira supõe que a estabilidade financeira permanente é uma utopia devido ao caráter dinâmico e inovador do sistema financeiro, fazendo com que a fragilidade do sistema financeiro seja sua propriedade endógena. Nas próprias palavras do Minsky (2009, p. 424):

Na medida em que os banqueiros perseguem lucros, eles mudam a composição de seus bens e obrigações; particularmente, durante os bons tempos as interações entre banqueiros e seus clientes tomadores de empréstimo aumentam o peso dos bens que refletem sistemas financeiros especulativos ou estilo Ponzi nos balanços financeiros das instituições bancárias. Consequentemente, o sistema financeiro se desenvolve a partir de uma situação de robustez em direção à fragilidade e o controle contínuo, assim como reformas periódicas do sistema bancário, são necessários para prevenir o desenvolvimento de uma economia financeiramente instável que não pode ser contida prontamente.

Desta forma, mesmo diante da inerente fragilidade do sistema financeiro, discussões a respeito de como devem ser conduzidas reformas financeiras para que se obtenha êxito em reduzir a fragilidade financeira são importantes, mesmo que seus resultados não sejam tão duradouros. Neste sentido, Minsky aporta diversas contribuições importantes. Para ele, a reforma financeira deveria ser conduzida de tal forma que a estrutura financeira fosse projetada com o intuito de garantir o suporte necessário para financiar o investimento produtivo da economia e, ao mesmo tempo, proporcionasse estabilidade financeira. Para tal, o sistema financeiro deveria garantir: i) um sistema de pagamentos seguro; ii) empréstimos de curto prazo para as famílias, empresas e, possivelmente, para governos estaduais e municipais; iii) um sistema de financiamento habitacional seguro; iv) uma gama diversificada de serviços financeiros, com seguros, corretagem, fundos de pensão, etc., e; v) mercados de financiamento de longo prazo (KREGEL, 2011). É importante salientar que para Minsky seria

indiferente que tais serviços fossem prestados por uma única instituição financeira ou por um conglomerado financeiro. Para o economista, não haveria razões práticas que atestassem a superioridade de mercados segmentados ou de bancos universais.

O financiamento correto e adequado do investimento produtivo é extremamente importante pois, tal como observamos na seção anterior, sua impropriedade pode ser um dos focos de instabilidade financeira. Desta forma, faz-se necessário que a instituição reguladora do sistema financeiro (que, na maioria dos países, é o próprio banco central) atue administrando e supervisionando a evolução e diversificação das instituições financeiras, principalmente, desencorajando práticas que redundem em instabilidade financeira. Mas, “(...) desenhar um sistema de instituições financeiras que modere a instabilidade” (MINSKY, 2009, p. 418) é um problema político.

Dentre as instituições financeiras, o banco central tem um grande papel de destaque. Esta instituição é responsável por conter e contrabalançar as instabilidades financeiras, além de ter a responsabilidade de preveni-las (ao exercer as funções de regulação e supervisão do sistema financeiro). Para tal, é extremamente importante também que a regulação financeira seja sensível à natureza evolutiva da inovação financeira; isto requer que as políticas de estabilidade sistêmica dos bancos centrais funcionem como um jogo de aprendizagem no qual eles estejam sempre tentando afetar o desempenho de um sistema que está em constante mudança (MINSKY, 2009). Requer, também, que eles direcionem a evolução da estrutura do sistema financeiro influenciando no comportamento das demais instituições financeiras. Neste sentido, segundo Minsky (2009, p. 429), cabe ao banco central “(...) assegurar que a oferta de fundos em mercados de posicionamento chave não seja interrompida por uma corrida, e deve claramente definir os mercados financeiros que irá proteger”.

Ele [banco central] afeta como os negócios são financiados por meio de sua força de definir os bens que irá proteger e selecionar os bens que utilizará no fornecimento de reservas ao banco comercial. Os bens que ele compra na criação de reservas financiam alguma atividade que, então, recebe termos favoráveis. Considerando que os bancos precisam dos depósitos do banco central como reservas, e uma vez que este banco tem o monopólio na circulação da moeda, ele pode afetar as carteiras de títulos dos bancos. (MINSKY, 2009, p. 430).

O fornecimento de reservas, através das operações de redesconto²⁹, serve para estabelecer relações financeiras entre o banco central e as instituições financeiras depositárias, principalmente os bancos comerciais. Esta operação também facilita a função do banco central de supervisionar o sistema financeiro (inspecionando e tecendo comentários sobre a adequação das práticas bancárias), pois “os banqueiros reconhecem claramente que um financiador tem o direito de inspecionar os tomadores de empréstimo de modo a se assegurarem de sua contínua probidade e capacidade creditícia” (MINSKY, 2009, p. 433-434). Desta forma, o fornecimento de reservas faz com que a avaliação bancária se torne uma consequência natural nas relações bancárias entre o banco central e os bancos comerciais.

Para Minsky (2009), a administração de reservas pelos bancos centrais poderia também se dar via o desconto de bens, em que as reservas bancárias seriam fornecidas no momento em que os bancos comprassem ou emprestassem contra tipos de papéis específicos e elegíveis resultantes do financiamento dos negócios, que reflitam estoques comerciais ou de produção. Segundo o autor, isto faria com que a clássica estrutura de desconto fosse apropriada para que os bancos centrais controlassem a oferta de crédito de curto prazo. Desta forma, “o encorajamento a papéis amarrados a bens que flutuam através dos processos produtivos é uma forma de favorecer o sistema *hedge*” (MINSKY, 2009, p. 434). Isto pelo fato dos bancos centrais criarem mercado para os papéis descontados por meio de sua compra e ainda assegurar que eles terão garantia nos mercados financeiros. Além disso, com a ampliação dos financiamentos do tipo ativo a receber por parte dos bancos, “(...) as dívidas de curto prazo das empresas levarão ao pagamento de compromissos que sejam consistentes com os recebimentos em caixa” (MINSKY, 2009, p. 427), o que fará com que as dívidas bancárias das empresas fizessem parte da relação num financiamento tipo *hedge*.

²⁹ A janela de desconto ajuda a aliviar tensões de liquidez para instituições depositárias individuais e para o sistema bancário como um todo, fornecendo uma fonte confiável de financiamento. Grande parte do quadro legal que rege a concessão de empréstimos a instituições depositárias está contida na seção 10B da Lei Federal Reserve. (para mais informações ver: http://www.federalreserve.gov/newsevents/reform_discount_window.htm) O Fed oferece três programas de janela de redesconto à instituições depositárias, cada um com taxas de juros específicas. São eles: crédito primário, crédito secundário e crédito sazonal. “*Under the primary credit program, loans are extended for a very short term (usually overnight) to depository institutions in generally sound financial condition. Depository institutions that are not eligible for primary credit may apply for secondary credit to meet short-term liquidity needs or to resolve severe financial difficulties. Seasonal credit is extended to relatively small depository institutions that have recurring intra-year fluctuations in funding needs, such as banks in agricultural or seasonal resort communities*” (BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM, 2014).

A expansão das operações de redesconto também permitirá que sua taxa se torne a mais importante na determinação de termos financeiros. Nesta situação, as taxas bancárias do mercado financeiro para o financiamento de papéis elegíveis seriam mais baixas do que aquelas cobradas para os papéis não elegíveis, o que significa que as taxas de juros para financiamentos do tipo *hedge* se situem em um patamar inferior do que as taxas de juros utilizadas para financiamentos dentro de esquemas especulativos e Ponzi. Com isto, Minsky (2009) defende que uma reforma financeira que vise tornar o sistema financeiro mais estável teria de expandir e diversificar as operações de desconto pelo banco central.

O Fed teria então dois controles sobre os financiamentos bancários. Um deles seria sobre a demanda de capital, e o outro sobre a demanda de reserva. O primeiro é uma restrição de longo prazo, que impõe uma penalidade sobre dividendos e, talvez, sobre a taxa de desconto pela queda abaixo dos objetivos, enquanto o segundo seria um controle de curto prazo. (MINSKY, 2009, p. 433).

Com o intuito de conter o efeito desestabilizador das instituições financeiras, Minsky também sugere outras formas de atuação por parte do banco central. Em relação aos bancos, Minsky (2009, p. 427) defende que as “oportunidades de lucro dos bancos devem ser influenciadas pelas autoridades regulatórias no sentido de favorecer os financiamentos tipo *hedge*”. Para tal, faz-se necessário regular a quantidade e a taxa de crescimento dos ativos bancários a partir de determinados mecanismos de controle. Com os principais mecanismos de controle sendo a proporção de bem de capital permitida e a taxa de crescimento do capital bancário.

Diante disso, caberia ao banco central (atuando como supervisor do sistema financeiro), certificar-se que a adequação do capital bancário é respeitada por todas as instituições financeiras. Isto se daria monitorando os balanços financeiros bancários. Minsky chega a sugerir que seja respeitada uma proporção em torno de 5% entre bens-ações, com o banco central tendo a prerrogativa de variar esta proporção sempre que o capital bancário agregado estiver comprometido. Desta forma, para Minsky (2009, p. 426), “uma condição de adequação de capital não deveria ser administrada como uma camisa de força, e uma penalidade restritiva sobre os dividendos deveria ser avaliada nos casos de queda significativa de capital”.

Segundo Minsky (2009), outro mecanismo que pode ser utilizado pelo banco central com o intuito de guiar o direcionamento de bancos é o controle da proporção de pagamento de

dividendos. Para ele (2009, p. 427), “as autoridades responsáveis por regular o sistema bancário deveriam ter o poder de variar a proporção do pagamento de dividendos se o crescimento do patrimônio acionário de um banco ocorrer de forma demasiadamente lenta ou rápida demais”.

Para Minsky, a regulação financeira tem que objetivar, além da garantia da estabilidade do sistema financeiro a longo prazo, a promoção do desenvolvimento do capital produtivo na economia. Desta forma, o sistema financeiro deve ser reformado buscando também favorecer o relacionamento bancário que seja o mais propício para promover o desenvolvimento do capital na economia.

Nesta mesma direção, para Kregel (2011), o governo deve, primeiramente, reduzir as proteções governamentais para as atividades bancárias menos desejáveis. Entretanto, os dois tipos mais comuns de proteção por parte do governo à atividade bancária, que são proteção de liquidez e de solvência, devem continuar sendo praticadas. É importante observar que a redução da proteção de liquidez não é o caminho correto para disciplinar o sistema financeiro, podendo até ampliar a sua instabilidade. Além disso, quando um órgão regulador age como um credor para os bancos, ele passa a ter um maior controle sobre o balanço e atividades dos bancos. Kregel (2011), por sinal, fez questão de salientar que Minsky sempre defendeu que a proteção de liquidez fosse estendida para incluir uma ampla gama de instituições financeiras. Já a proteção de solvência, que se dá pelos seguros de depósitos, é de extrema importância para garantir um sistema de pagamentos seguro.

Banks that receive government protection in the form of liquidity and (partial) solvency guarantees are essentially public-private partnerships. They promote the public purpose by specializing in activities that they can perform more competently than the government can. (...)The government could just finance directly those activities that it perceives to be in the public interest: home mortgages, student loans, state and local government infrastructure, and even small - business activities (commercial real estate and working capital expenses). (KREGEL, 2011, p. 36).

Uma das formas de controlar a forma de atuação dos bancos para garantir que suas atividades estejam de acordo com o intuito de promoção do desenvolvimento do capital produtivo na economia é criando formas de controle direto ao empréstimo bancário, tais como: “*raising down payments and collateral requirements, and even issuing cease-and-desist orders to prevent further financing of some activities*”. (KREGEL, 2011, p. 38). Estas formas são mais

eficientes do que a imposição de requerimentos de capital. O uso de requerimentos de capital, tal como será abordado adiante, era justificado pela crença de que a sua ampliação agiria no sentido de restringir o crédito bancário, o que tornaria os bancos mais seguros. Assim, eles passaram a ser amplamente utilizados e se tornaram a base da regulação financeira nos Acordos de Basileia. Entretanto, ao invés de restringir a alavancagem dos bancos, os requerimentos de capital os incentivou a moverem ativos e passivos para fora de seus balanços, ampliando as operações do *shadow banking system*.

Minsky (2009) também advogava que uma nova reforma financeira deveria apresentar uma forma alternativa aos mega-bancos. Tal defesa se dava pela crença, por parte dele, de que haveria uma correlação entre o tamanho de um banco e a quantidade de negócios que ele poderia atender, de tal forma que um sistema bancário mais descentralizado e formado por uma grande quantidade de pequenos bancos atenderia a uma estrutura industrial constituída principalmente por empresas pequenas e médias; já um sistema bancário centralizado e com grandes bancos levaria a uma concentração industrial. Assim, os mega-bancos, por possuírem uma grande base de capital, teriam uma maior afinidade com os grandes negócios, o que restringiria o acesso a serviços financeiros em muitas comunidades a consumidores de baixa renda e pequenas empresas.

Para contrapor a tal tendência, Minsky defendia medidas, por parte do governo, que criassem e apoiassem os bancos comerciais menores. Segundo Minsky (2009), bancos comerciais menores são os mais importantes e sofisticados consultores e guias financeiros disponíveis localmente para muitas empresas, além de serem também os únicos financiadores viáveis para ações e colocações de dívidas. Desta forma, se o objetivo da política econômica for sustentar mercados competitivos, então os bancos comerciais menores deveriam agir livremente para atuar como “(...) financiadores, disponibilizar dívidas a terceiros, oferecer consultoria financeira mediante cobrança de taxa e coletar outras comissões pelo arranjo de fusões, *divestiture* (desinvestimento) e transferências de administração” (MINSKY, 2009, p. 425-426). Minsky ainda defende que para se potencializar a utilização dos bancos menores para a promoção do desenvolvimento econômico, além de funcionarem como bancos comerciais, eles deveriam exercer as funções de instituições mercantis e de investimento, tendo, portanto, a permissão de financiar e disponibilizar ações e títulos para empresas menores. Neste sentido, Minsky (2009, p. 427), chega a sugerir que:

A facilitação de entrada ou até a permissão de livre acesso aos mercados deveria também ser um objeto político. Reformas bancárias que removam barreiras contra opções financeiras flexíveis dos bancos menores deveriam também facilitar a entrada de empresas pequenas nos mercados. O clima regulatório deverá também facilitar o engajamento em operações bancárias.

Minsky também fez uma série de comentários a respeito da importância dos pequenos bancos de desenvolvimento comunitário (*small community development Banks*, CDBs), que atuariam fornecendo uma ampla gama de serviços para comunidades carentes. Dentre estes serviços destacam-se:

i) a payment system for check cashing and clearing, and for credit and debit cards; ii) secure depositories for savings and transaction balances; iii) household financing for housing, consumer debts, and student loans; iv) commercial banking services for loans, payroll services, and advice; v) investment banking services for determining the appropriate liability structure for the assets of a firm, and placing those liabilities; and vi) asset management and advice for households. (KREGEL, 2011, p. 40).

Desta forma, podemos verificar que, em Minsky (2009), para que o sistema financeiro seja delineado com o intuito de obter maior estabilidade financeira é extremamente importante que o sistema financeiro apresente técnicas disponíveis para as corporações financiarem a propriedade de bens de capital (máquinas e equipamentos industriais). Além disso, outros elementos são necessários: i) um maior direcionamento dos bancos para que eles utilizem o financiamento de ativos a receber; ii) que o banco central tenha percepções e instrumentos para agir como um regulador e supervisor de uma estrutura que está em constante mudança, e; iii) que a estrutura financeira também seja constituída por pequenos bancos comerciais e de pequenos bancos de desenvolvimento comunitário.

Recentemente e, principalmente, após a crise financeira internacional que se iniciou com a crise do *Subprime*, os autores pertencentes ao keynesianismo financeiro apresentaram diversas outras contribuições referentes à reforma financeira. Dentre estas contribuições, destacam-se contribuições mais teóricas – em que o Charles Goodhart é uma das principais referências – e contribuições mais pragmáticas. Este conjunto de contribuições se complementa e, dadas as propostas já apresentadas acima, servirá para proporcionar uma visão mais ampla a respeito da visão dos autores do keynesianismo financeiro sobre a política de estabilidade financeira. A próxima seção vai apresentar algumas destas recentes contribuições.

2.1 AS RECENTES CONTRIBUIÇÕES SOBRE POLÍTICAS DE ESTABILIDADE FINANCEIRA:

Um dos autores que recentemente mais vem dando contribuições sobre reforma financeira e mudanças na forma de atuação dos bancos centrais é Charles Goodhart. Para ele (2008a), a atual crise financeira internacional gerou algumas importantes lições. Uma das principais lições é a necessidade de se reconhecer que a estabilidade de preços não é capaz de assegurar a estabilidade financeira³⁰. Para ele, isto se daria, principalmente, por dois motivos: porque o preço da habitação não está incluído no índice de preços ao consumidor que é utilizado para balizar o regime de metas de inflação em diversos países, o que significa que a estabilidade de preços não engloba os preços de todos os ativos; e pelo fato da taxa de juros não ser o instrumento mais adequado para conter uma forte especulação por muito tempo, mesmo que consiga combater parcialmente as bolhas de preços dos ativos. Para Goodhart (2010), seria importante também reconhecer que a estabilidade de preços e a estabilidade financeira são objetivos que podem ser conflitantes em determinadas situações (como, por exemplo, quando a economia enfrenta uma bolha especulativa e um processo inflacionário). Entretanto, Goodhart (2008) é contrário ao abandono e a mudanças radicais no regime de metas de inflação. Nos seus diversos textos, apresenta diversas medidas para a condução da política de estabilidade financeira.

Para Goodhart (2008a), a atual crise financeira gerou a necessidade de se discutir algumas questões sobre estabilidade financeira, dada todas as lições que a crise apresentou. Dentre estas questões, Goodhart destaca as seguintes: i) a escala e o escopo do seguro de depósito; ii) os regimes de insolvência bancárias; iii) o gerenciamento do risco de liquidez dos bancos comerciais; iv) os efeitos pró-cíclicos dos requerimentos de adequação de capital em Basileia II e a falta de instrumentos anticíclicos, e; v) os limites da regulação, principalmente, para enfrentar o *shadow banking system*.

O seguro de depósito, segundo Goodhart (2008a), possui dois propósitos distintos: o primeiro é permitir que uma instituição segurada (tal como um banco) possa ser fechada pelas autoridades com uma menor consequência social e política; a segunda é evitar perdas dos depositantes (o que requer um seguro de depósito de 100% e um rápido pagamento).

³⁰ É importante frisar que, antes da recente crise financeira, era amplamente defendido pelos autores do Novo Consenso que a estabilidade de preços já seria suficiente para alcançar uma estabilidade financeira.

Entretanto, para o autor, este segundo propósito do seguro de depósito traz consigo uma grande desvantagem, que é fazer com que a conduta e a ação do banco não gerem consequências para o seu depositante. Nas palavras do Goodhart (2008a, p. 2), “*any such 100% insured bank, irrespective of how awful its reputation may become, can always meet its bills and stay in business, simply by paying marginally over the odds for extra deposits*”. Diante desta situação e dos grandes prejuízos que os ‘maus bancos’ podem gerar para o fundo de seguro, Goodhart defende a grande necessidade de a regulação permitir que as autoridades do sistema financeiro possam fechar estes ‘maus bancos’ através dos esquemas de encerramento antecipado, que vem recebendo o nome de ‘ação corretiva imediata’ (*prompt corrective action*).

A situação de insolvência bancária é desencadeada, geralmente, por uma situação de falta de liquidez, algo que acontece quando alguma instituição deixa de cumprir alguma obrigação contratual de pagamento. Com a falência bancária, tal como com qualquer outra empresa, acontecendo quando o passivo dos bancos excede o total de seus ativos. Algo importante de se notar é que os bancos possuem um considerável tempo para tentar uma reviravolta antes de a falência ser decretada. Porém, se tal estratégia falhar, os bancos em falência irão gerar um enorme prejuízo para o fundo de seguro. Desta forma, segundo Goodhart, cabe a intervenção do governo através da criação de um banco de transição com certa recapitalização do governo, sendo que o governo precisa se preocupar em agir em conformidade com as regras relativas aos auxílios estatais e ao direito da concorrência.

Outra importante medida apresentada pelo Goodhart com o intuito específico de controlar a estabilidade financeira é a utilização de instrumentos macroprudenciais por parte dos bancos centrais. Para ele (2008b), por sinal, a falta de instrumentos macroprudenciais foi o principal problema verificado na atual crise financeira, sendo até um problema maior do que a falta de informações. A falta de instrumentos para conter a bolha de preços de ativos e empréstimos bancários, bem como o uso de poucos instrumentos prudenciais para moderar o aumento da bolha de preços dos ativos, foram fatores que mais agravaram a crise financeira, segundo o autor. Os instrumentos macroprudenciais devem ser alterados para que o banco central possa ter, principalmente, uma boa gestão de liquidez.

A gestão da liquidez, para Goodhart, tem que ser encarada como a principal forma de operação do banco central. A gestão de liquidez se torna um objetivo central para o banco

central principalmente diante de uma instabilidade financeira em que há um colapso nos preços dos ativos (que, conforme observado com a crise atual, pode gerar uma instabilidade financeira sistêmica), pois o banco central é obrigado a auxiliar na administração da crise oferecendo um suporte de liquidez. Porém, o autor lembra que ainda não há um consenso de qual conjunto de ativos os bancos centrais devem operar e manter em seu balanço para obter uma boa gestão de liquidez. Além disso, o fornecimento de liquidez aos bancos pode desencadear um problema de risco moral. Nesta situação, os bancos podem intencionalmente resolver manter uma pequena parcela de ativos de baixo rendimento em períodos de *booms*, dada a grande expectativa de o banco central ofertar recursos em tempos de crise. Para que o banco central possa minimizar este problema, Goodhart (2008) defende que o banco central obrigue os bancos a agirem com mais precaução. Para tal, o banco central deve variar a velocidade de empréstimos levando em consideração o histórico de liquidez mantido pelos bancos; além disso, o banco central deve adicionar um Regime de Resolução Especial de forma que os bancos que recorressem ao empréstimo de emergência estarão diante de um preço maior, o que poderá levá-los à insolvência.

Em outro recente trabalho, Goodhart (2010) defende a necessidade de mudança da forma de atuação do banco central. Neste sentido, o autor enumera três principais objetivos que um banco central deve perseguir. São eles: i) manter a estabilidade dos preços; ii) manter a estabilidade financeira e promover o desenvolvimento financeiro, e; iii) amparar a necessidade de financiamento dos Estados em momentos de crise e restringir o uso indevido de poderes financeiros do Estado em tempos normais. Em outro trabalho, o autor (2005) adiciona a estabilidade externa do valor da moeda como um quarto objetivo a ser perseguido pelos bancos centrais. O autor ainda faz questão de salientar que o equilíbrio destes objetivos (que não são independentes) muda ao longo do tempo dependendo do que estiver acontecendo, principalmente, com o ambiente econômico³¹. Goodhart é contrário à recomendação dos autores do Novo Consenso de que os países não estabeleçam controles para intervir no mercado de capitais e que permitam que a sua taxa de câmbio flutuem livremente. Para ele, evidências empíricas, tais como a crise da Ásia de 1997 e a recente crise financeira internacional, demonstram que alguma forma de controle no mercado de câmbio proporciona melhores resultados econômicos. Goodhart (2007) ainda argumenta que a

³¹ “Em momentos de guerra e crise, por exemplo, apoiar a necessidade de financiamento dos Estados deve se tornar o objetivo crucial dos bancos centrais. Já na ausência desses acontecimentos, os bancos centrais devem buscar um equilíbrio entre a política monetária, a estabilidade externa da moeda e a política de estabilidade financeira” (URPIA; OMOTO, 2012, p. 14).

dinâmica de uma taxa de câmbio livremente flutuante diante de uma instabilidade financeira pode levar o país a enfrentar uma desvalorização cambial, inflação e queda da produção.

Com o intuito de alcançar a estabilidade financeira, Goodhart (2004) também defende a criação de uma série de medidas por parte do banco central. A primeira é a criação de um modelo sistêmico de fragilidade financeira, em que a inadimplência fosse incorporada como elemento central. Para tal, a construção do modelo deve possuir três importantes características: i) a incompletude dos mercados financeiros; ii) a heterogeneidade dos consumidores bancários e dos próprios bancos. A heterogeneidade dos bancos é algo de suma importância, pois em um modelo de banco representativo (com n bancos idênticos) é impossível levar em conta o efeito contágio de uma crise financeira ou mesmo a existência de um mercado interbancário; iii) a criação de modelos de *default* para a eliminação do problema de modelos macro padrão. Os modelos macro padrão assumem a condição de transversalidade (que implica que todas as dívidas serão pagas no final do horizonte de tempo), suposição que é totalmente incompatível com qualquer modelo de risco sistêmico.

A segunda medida defendida pelo Goodhart é a necessidade de se reconhecer a importância da relação entre a política fiscal e a administração da crise financeira, devido o fato de uma crise financeira demandar uma vasta quantidade de recurso fiscal. Um claro exemplo disso é a necessidade de recapitalização das instituições financeiras com as crises financeiras. Desta forma, o tratamento das crises necessita de um trabalho em conjunto entre as autoridades fiscais e as autoridades regulatórias. Goodhart também defende a necessidade de se repensar o papel de certas instituições internacionais, principalmente dado os efeitos transbordamentos da crise financeira de um país para outro.

A terceira medida é a introdução de uma abordagem mais holística no modelo, em que a regulação financeira seria constituída a partir da integração de uma série de elementos: requerimentos de capitais baseados nos riscos, os requerimentos de liquidez, a margem de risco e um conjunto de incentivos e sanções.

Em relação ao financiamento de imóveis (que foi o fato gerador da crise do *Subprime*), Goodhart (2008) defende a criação de uma cota de financiamento (*loan-to-value – LTV*)³²

³² *Loan-to-value (LTV)* é a razão entre o valor do financiamento do imóvel e o valor do imóvel financiado.

anti-cíclica, que variasse no tempo, no máximo, sendo sustentada por restrições legais sobre a segunda hipoteca. Porém, o autor identifica quatro grandes problemas relacionados a esta estratégia: i) o aumento dos custos dos empréstimos nos períodos de *booms*, o que prejudica o comprador do imóvel; ii) o incentivo a negócios *off-shore* com os países que não aderirem a esta estratégia; iii) o aumento da carga informacional sobre os bancos, e; iv) o incentivo a atividades fora do balanço (*off-balance-sheet*), por impor ainda mais custos aos bancos durante as fases de expansão, algo que também pode estimular o *shadow banking system*. Neste caso, é extremamente importante que o banco central aplique ainda mais sanções às falhas na divulgação de todos os negócios que forem mantidos fora do balanço dos bancos.

Roubini e Mihm (2010) apresentam medidas mais pragmáticas para a formulação de uma política de estabilidade financeira. Segundo eles (2010, p. 202), “o distúrbio financeiro revelou os principais pontos fracos na operação dos mercados financeiros dos Estados Unidos e da Europa, assim como as graves falhas no sistema de supervisão e regulamentação existente”. Entretanto, como as autoridades monetárias demonstraram competência para administrar o desastre pós-crise, o ímpeto por reformas mais profundas foi diminuindo ao longo do tempo. Assim, segundo os autores, os pedidos urgentes de reformas acabaram sendo dissipados ao longo do ano de 2010, e a própria legislação que revisaria a regulamentação e supervisão financeira é vista como algo ainda a ser implementado. Com isto, esses autores fizeram um esforço para apresentar o que para eles seriam as principais fraquezas e as distorções fundamentais que afligem o sistema financeiro das economias avançadas do mundo para, em seguida, apresentar algumas soluções mais pragmáticas. Neste sentido, as principais questões levantadas pelos autores são as seguintes: reforma da remuneração, regulação da securitização, reforma nos derivativos e avaliação pública e controle das agências de classificação de risco.

A primeira questão discutida pelos autores está relacionada à remuneração em *Wall Street*. O maior problema em relação à remuneração se refere ao modo como essa remuneração é estruturada e paga, e não à quantidade de dinheiro envolvida. Isto pode ser melhor entendido através do chamado problema do agente-principal. Segundo este problema, as corporações modernas não são dirigidas pelos acionistas (que seriam os principais), mas sim por administradores (que são os agentes), com ambos os grupos apresentando interesses conflitantes. “Os acionistas querem maximizar seus retornos a longo prazo, pelo fato de serem

os proprietários da companhia, mas os administradores querem maximizar sua renda a curto prazo, os bônus e outras formas de remuneração” (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 203).

A presença de informação assimétrica – em que os corretores e os banqueiros têm muito mais conhecimento sobre o que está acontecendo do que os acionistas – dificulta a capacidade dos acionistas monitorarem os administradores. Além disso, também é observado o ‘conflito de agente duplo’, tendo-se em vista que em muitas financeiras os próprios acionistas (principais) estão envolvidos em um problema de agente-principal por serem proprietários de ações por meio de grandes investidores institucionais, como os fundos de pensão.

Os administradores desses fundos são seus agentes, e assim como é difícil para os acionistas monitorar o que os corretores estão fazendo, é difícil para os acionistas monitorar as ações dos seus representantes. Pior: frequentemente, são esses investidores institucionais, não os maiores acionistas, que terminam ocupando assentos no conselho de diretores. (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 204).

Observa-se, assim, que o sistema financeiro está assolado deste tipo de problema, em que um grupo delega responsabilidades a outro que, por sua vez, delega a um terceiro grupo. Isto dificulta fortemente a transparência dos negócios. Para Roubini e Mihm (2010), uma das consequências desta situação é a criação de uma série de medidas extravagantes por parte dos corretores com o intuito de maximizar seus lucros de curto prazo e os bônus³³. A criação de uma carteira de CDOs podres, que ficou pendurada no balanço dos bancos, é um claro exemplo destas medidas extravagantes tomadas.

Uma forma de resolver esta questão da remuneração, para os autores, seria com a criação de um sistema de remuneração que fosse compatível com os incentivos, de tal forma que impedisse os corretores de alavancar muito e de assumir riscos excessivos. Por exemplo, os corretores poderiam ser remunerados com ações restritas, sendo ainda obrigados a manter-las por um amplo espaço de tempo (como algumas décadas ou mesmo até se aposentar); este tipo de remuneração obrigariam os corretores a pensar na saúde financeira da firma a longo prazo.

³³ É importante esclarecer que, às vezes, os acionistas ficam satisfeitos com os corretores que fazem alavancagem e assumem mais riscos. Isto se dá pelo fato dos corretores não terem muito a perder com esta situação, pois a maior parte do dinheiro com que os corretores jogam é emprestada. Com isto, se os corretores ganham com as suas operações, os acionistas também ganham; já quando os corretores perdem, o maior peso recai sobre os terceiros que emprestaram os recursos aos bancos, com os acionistas perdendo pouco. (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 205).

“Em teoria, esse sistema alinha os interesses dos corretores com os dos acionistas e faz todos trabalharem pelos interesses de longo prazo do banco” (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 205).

Com a intenção de resolver o problema da cultura de bônus de *Wall Street* – na qual os administradores são bonificados quando suas apostas dão certo, mas não são penalizados quando as apostas dão errado e prejudicam a empresa (o que estimula a exposição a riscos) – uma importante medida a ser tomada seria a criação de um sistema de bônus coletivos. Este sistema de bônus seria calculado pelo resultado a curto prazo, porém seria baseado em um horizonte de tempo mais longo, algo em torno de três anos ou mais. Com isto, ao invés de remunerar seus funcionários por suas apostas de curto prazo, a instituição financeira irá avaliar o desempenho no curso de vários anos. Uma proposta ainda mais radical seria remunerar os corretores com os mesmos títulos extravagantes que eles criam. Desta forma, se os corretores criarem alguma forma de CDO, que eles sejam remunerados com uma pequena tranche deste CDO criado. Uma versão deste plano foi implantado pelo *Credit Suisse*, em 2008, quando esta instituição transferiu cerca de cinco bilhões de dólares de ativos podres para um fundo especial³⁴. “A partir de então, os bônus pagos a seus funcionários foram retirados desse fundo, substituindo a forma tradicional de remuneração (ações da companhia) por ações desse fundo” (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 207). É importante salientar que só o governo federal tem o poder de propor uma grande reestruturação na forma coletiva da remuneração do setor financeiro, o que se justifica pelo interesse genuíno de não mais ser necessária a utilização de recursos dos contribuintes para salvar o sistema financeiro.

Outro problema, que necessita ser alvo da reforma financeira, é o sofisticado sistema de securitização. O sistema de securitização foi extremamente importante para o desenvolvimento do modelo denominado ‘originar e distribuir’. Neste modelo um ativo com alto grau de risco (tal como as hipotecas *subprime*) era reunido com outros ativos de diversas características e era transformado em títulos transferíveis a outros investidores. Segundo Roubini e Mihm (2010), uma evidente falha do sistema de securitização foi a redução dos incentivos ao monitoramento da credibilidade do mutuário, algo que se deu pelo fato dos diversos agentes envolvidos no processo de securitização estarem mais preocupados com a transferência do que com a mitigação do risco.

³⁴ Este tipo de remuneração apresentou alguns problemas, principalmente pelo fato de muitos dos remunerados não terem nenhuma relação com as apostas equivocadas que criaram os títulos podres. Assim, esta medida gerou protestos por parte dos trabalhadores na referida instituição.

Todo o mundo era cúmplice no processo: o corretor de hipotecas que cuidava do empréstimo inicial; o avaliador da casa, que tinha todo o interesse em inflar os valores; o banco de investimento que reempacotava esses títulos como CDOs e investimentos mais esotéricos; as agências de classificação de risco que conferiam o desejado conceito AAA e as *monolines* que colocavam no seguro essas tranches podres. (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 210).

Para solucionar este problema causado pela securitização algo importante é forçar esses agentes envolvidos no processo a analisar mais cuidadosamente os riscos envolvidos, dando mais atenção à qualidade dos empréstimos que servem de base. Para tal, os intermediários desse processo (como os bancos que originam o empréstimo e os bancos de investimento) deveriam ser forçados a manter em balanço alguns dos MBSs e CDOs criados pelo processo de securitização³⁵. Segundo Roubini e Mihm (2010, p. 211), “forçando-os a assumir parte do risco, eles se empenharão mais para monitorar a credibilidade dos tomadores de empréstimos originais (ou, pelo menos, apertar os corretores de hipotecas e outros que servem como primeiros elos da cadeia)”. Porém, a recente crise financeira mundial demonstra que esta retenção corre o risco de ser insuficiente para mudar o comportamento dos bancos, dado que muitos bancos e instituições financeiras mantiveram uma exposição significativa aos vários títulos que ajudaram a criar antes da crise. Ou seja, nem todo o risco foi transferido.

Roubini e Mihm (2010) defendem uma ampla reforma no processo de securitização, para que ela se torne uma ferramenta que auxilie na redução do risco sistêmico. Para tal, seria importante que a reforma possibilitasse maior transparência e padronização das securitizações. Esta falta de padronização torna-se evidente, pois tanto as chamadas estruturas de negócios, quanto os relatórios mensais (os chamados ‘serviço mensal de relatório de desempenho’), variam muito em termos do nível de detalhes informados. A falta de padronização dos títulos torna impossível a comparação entre eles com exatidão, o que dificulta a quantificação do risco no sistema atual. As informações poderiam ser padronizadas por meio de canais privados ou por intermédio do governo federal.

A padronização traria como benefício a criação de mercados mais líquidos e transparentes para os títulos. Entretanto, os CDOs são ativos cuja padronização é quase impossível, porque

³⁵ Roubini e Mihm (2010) destacam que há várias propostas em circulação que adotam essa ideia, como a lei da retenção do crédito de risco (*Credit Risk Retention act*) criada nos EUA em 2009. Essa lei propõe que os bancos envolvidos na criação de títulos lastreados em ativos (títulos em geral, o que inclui qualquer outro tipo de empréstimo) sejam obrigados a manter 5% dos valores mobiliários que criarem.

eles estão muito distantes dos ativos que os garantem³⁶. “Graças em grande parte à sua complexidade individual, eles não transferem o risco; em vez disso, mascaram-no sob o manto de estratégias de gerenciamento de risco esotéricas, e em última instância enganosas” (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 213). Desta forma, no caso do CDOs, os autores defendem que eles devem ser regulados, ou proibidos. A situação dos CDOs faz os autores observar que o grande problema da securitização está justamente na má qualidade dos ativos que estão dentro dos títulos. Com isto, o grande problema do modelo ‘originar e distribuir’ está mais na origem (por causa da péssima qualidade dos empréstimos contraídos inicialmente) do que na distribuição. A reforma financeira, portanto, deve se preocupar especialmente com as circunstâncias em que os empréstimos se originam.

O Federal Reserve já deu os primeiros passos nessa direção, propondo mudanças significativas na Regulação Z (também conhecida como ‘*Truth in Lending*’). Essas providências fariam com que fosse significativamente mais fácil para os tomadores potenciais verificar os custos verdadeiros das hipotecas que estão contratando. E também aplicariam restrições aos emprestadores originais. A remuneração dos corretores de hipotecas e dos administradores de empréstimos não seria mais atrelada às taxas de juros do empréstimo, muito menos a qualquer outra cláusula. Igualmente, os corretores de hipotecas e os administradores de empréstimos seriam expressamente proibidos de sugerir aos consumidores empréstimos maiores e mais caros, simplesmente com o objetivo de aumentar sua remuneração. (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 214).

A reforma dos processos de securitização também exige que a autoridade monetária leve em consideração o importante papel que as agências de classificação de risco possuem. As classificações de risco refletem a probabilidade de o devedor não cumprir com o pagamento da sua dívida, funcionando como “(...) um meio de terceirizar a análise e a avaliação detalhadas das informações e documentos pertinentes a uma determinada sociedade e/ou seu ativo” (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 215). Assim, elas são de grande importância para que os mercados avaliem os riscos. Com isto, as agências privadas de classificação de risco – ao aplicar classificação em uma série de dívidas, desde hipotecas a obrigações corporativas e dívidas soberanas de nações inteiras – exercem um enorme poder no mercado financeiro.

³⁶ A formação de um CDO se dá por um processo extremamente complexo por ele reunir a combinação de centenas de ABS (que é um pacote de títulos lastreados em ativos). Cada ABS pode conter milhares de empréstimos individuais diferentes, são eles: hipotecas comerciais, hipotecas residenciais, financiamentos de automóveis, faturas de cartões de crédito, empréstimos a pequenos comerciantes, créditos estudantis, etc. (ROUBINI; MIHM, 2010).

Nos EUA, três agências privadas se destacam, são elas: *Standard & Poor's*, *Moody's Investors Service* e *Fitch Ratings*³⁷. A forma de atuação dessas agências vem mudando ao longo do tempo. Inicialmente, estas agências eram pagas pelos investidores para avaliar investimentos em potencial. A partir da década de 1980, as agências privadas de classificação de risco mudaram a sua forma de atuação, passando também a cobrar pela classificação de risco das instituições que emitiam as dívidas. Esta nova forma de atuação gerou um enorme conflito de interesse, pois as instituições que desejavam emitir algum título poderiam ‘barganhar’ com as agências de risco para obter uma melhor classificação. “Embora essas agências pudessem atribuir o conceito *subprime* a um novo produto, elas perderiam dinheiro ao agirem dessa forma” (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 216).

As agências privadas de classificação de risco também passaram a gerar receitas oferecendo o serviço de ‘consultoria’ ou ‘modelagem’. Neste tipo de operação, quando determinadas instituições financeiras se interessavam em oferecer alguns produtos financeiros estruturados, eles procuravam as agências de classificação de risco para receber orientações sobre a maneira de projetar estes produtos. Assim, as instituições financeiras procuravam orientação de como obter a classificação mais elevada da própria agência a quem, mais tarde, eles pagariam pela classificação de seus títulos. Isto só fez aprofundar o conflito de interesse já existente.

Para eliminar o conflito de interesse nas operações envolvendo as agências privadas de classificação de risco, a reforma financeira deve fazer com que a atuação destas agências se concentre em um único objetivo, que é determinar uma classificação para um instrumento de dívida, sendo terminantemente proibido que os emitentes das dívidas paguem por sua classificação. Assim, “no mínimo, essas agências devem ser proibidas de oferecer qualquer serviço de consultoria ou modelagem” (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 216). Outra importante medida seria a ampliação da concorrência, com a SEC diminuindo as barreiras à entrada³⁸ para facilitar a classificação NRSRO às novas empresas.

³⁷ Estas três agências ganharam papel de destaque após receberem da *Securities and Exchange Commission*, SEC) a designação de categoria conhecida como *Nationally Recognized Statistical Rating Organization* (NRSRO) – ‘organização de classificação estatística reconhecida nacionalmente’. Esta designação deu um grande poder a essas agências, pois que alguma instituição vendesse uma dívida teria de obter uma classificação dessas agências. (ROUBINI; MIHM, 2010).

³⁸ Atualmente, “(...) a SEC impõe muitas dificuldades para outorgar a classificação NRSRO a novas empresas: os recém-chegados precisam estar no ramo há vários anos e ter muito clientes” (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 216).

Para que a reforma financeira obtenha êxito é necessário que ela lide com uma das grandes ameaças do sistema financeiro global, que são os derivativos. “Derivativos é o nome dado à família de mercados em que operações com liquidação futura são realizadas, tornando possível a gestão do risco de preço de diversos ativos” (CVM, 2014, p. 308). Os derivativos possuem três finalidades, são elas: *hedge* (proteção), arbitragem e especulação. As modalidades dos contratos dos derivativos são: termo, futuro, opções e *swaps*.

A expansão dos mercados de derivativos financeiros abre a possibilidade de realização de operações de cobertura de riscos sobre a mais variada gama de ativos para a maior parte dos agentes, reduzindo o impacto das incertezas geradas pela volatilidade dos principais indicadores financeiros. Mas, concomitantemente, esses mercados constituem o instrumento ideal para a especulação, ao permitir acesso, fácil e direto, aos mecanismos de alavancagem. (FARHI, 1999, p. 93).

Os derivativos originaram-se da necessidade dos fazendeiros de buscar formas de proteção contra as flutuações dos preços de suas colheitas. Já a grande expansão do mercado de derivativos financeiros, segundo Farhi (1999), está associada à busca de proteção contra a forte volatilidade das taxas de câmbio e de juro registrada desde o fim dos acordos de *Bretton Woods*. Porém, com a criação e expansão das novas variedades de derivativos, destacando-se o *swap* de risco de crédito (CDS, ou *credit default swap*), os derivativos passaram a apresentar uma nova configuração. O CDS funciona como uma espécie de seguro que obriga o vendedor do CDS a compensar o comprador caso o devedor não honre suas obrigações. “Entretanto, diferentemente de um contrato de seguro, o comprador de um CDS não precisa realmente ser proprietário de uma parte do ativo em questão” (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 219). Isto faz com que este tipo de investimento seja atrativo para qualquer investidor que aposte na probabilidade de alguém tornar-se inadimplente, com esse investidor tendo até todo o incentivo para fazer com que isso se concretizasse. Os CDSs expandiram-se fortemente após a criação de uma cláusula³⁹ no *Commodity Futures Modernization Act* (lei de modernização de contratos futuros de *commodities*) que retirava os CDSs e outros derivativos de balcão da regulamentação pela *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC). Segundo Roubini e Mihm (2010), quando a crise do *subprime* eclodiu em 2008, o valor nominal dos CDSs era de, aproximadamente, US\$ 60 trilhões.

³⁹ Esta cláusula foi criada pelo senador Phil Gramm, que é considerado um fanático defensor do livre mercado, quando ele presidiu a Comissão Bancária do Senado de 1995 a 2000.

A negociação dos CDSs dava-se nos mercados de balcão através de contratos bilaterais, em que é assinado por duas partes privadas sem que ninguém mais tome conhecimento do negócio. Assim, esses negócios davam-se com total falta de transparência, em que “(...) ninguém sabe da exposição de ninguém, muito menos onde ela está concentrada” (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 219). Outro importante problema envolvendo a negociação dos CDSs, era o ‘risco da contraparte’. Este risco mensuraria a possibilidade de as instituições financeiras vendedoras dos CDSs não serem capazes de honrar suas promessas, principalmente diante de uma situação de problemas financeiros.

Foi precisamente o que aconteceu à medida que a crise ganhava força: as grandes instituições financeiras, certas de que nunca teriam que pagar, não alocaram as reservas necessárias. Isso representava um risco para todo o sistema financeiro, particularmente no caso da AIG, que havia assegurado – mediante transações CDS – mais de meio trilhão de dólares de tranches de ativos podres. A AIG não tinha a menor possibilidade de cobrir as perdas dessas tranches, e como sua quebra teria levado à falência as firmas cujos ativos ela segurava, o governo dos Estados Unidos interveio e a salvou. (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 220).

O risco de contraparte criou um sistema financeiro que não poderia entrar em falência por ser grande demais e bastante interligado. Desta forma, para que a reforma financeira possa diminuir o grau de fragilidade do sistema financeiro é extremamente importante que ela possa controlar os excessos que certos derivativos podem causar. Para tal, algumas medidas precisariam ser tomadas. Primeiro: dar mais transparência aos derivativos, principalmente aos negociados no mercado de balcão. Eles precisam ser submetidos a uma regulação mais rigorosa por parte da SEC e da CFTC. Os derivativos de crédito poderiam passar a ser registrados em uma bolsa central usada para derivativos simples. Estas bolsas funcionariam “(...) como garantia de que os derivativos serão compensados e liquidados de forma direta e transparente. Esta nova instituição poderia também assegurar que as partes envolvidas tenham a garantia necessária para honrar seus compromissos” (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 220).

Já os derivativos de crédito que não puderem ser padronizados e negociados em uma bolsa central (seja pela sua complexidade, ou por falta de escala necessária na sua negociação), devem passar a ser registrados em uma espécie de câmara de compensação centralizada⁴⁰, que possuiria como principal função assegurar que as partes envolvidas em um contrato de

⁴⁰ Este tipo de câmara de compensação existe nos Estados Unidos e é intitulada como *Options Clearing Corporation* (câmara de compensação de opções). Esta câmara opera com uma série de derivativos relativos a ações e *commodities*.

derivativos tenham garantias suficientes para honrar seus compromissos. Esta câmara contribuiria para eliminar o risco da contraparte pois assumiria o ônus do contrato nas situações em que a contraparte falhar. A desvantagem deste tipo de câmara é que em situação de desmoronamento sistêmico dos mercados, ela não seria capaz de cobrir todos os contratos, ficando também inadimplente. Uma forma de atenuar este risco é com a exigência de altas margens de segurança. Roubini e Mihm (2010) acreditam que em alguns casos o melhor a se fazer é banir ou restringir certos derivativos. Já nas situações em que os contratos não puderem ser banidos, os autores defendem que basta que a agência reguladora impeça as asseguradoras de vender essas garantias, fazendo com que as únicas instituições que possam operar com a venda destes instrumentos sejam os fundos de *hedge* e outros participantes tomadores de altos riscos, sendo extremamente necessário que estas instituições sejam submetidas a rigorosas exigências de margens de garantia por intermédio de uma câmara de compensação.

Faz-se, também, de extrema importância uma reforma nas agências de regulação e supervisão financeira. No caso específico dos Estados Unidos, tanto a SEC quanto a CFTC regulamentam e supervisionam diferentes setores do mercado de derivativos, o que faz com que a autoridade reguladora fique efetivamente dividida. Para se ter uma abordagem mais sistêmica da regulação e da supervisão dos derivativos e, com isto, ter uma maior controle deste instrumento financeiro, a reforma financeira deveria consolidar a responsabilidade de supervisionar todos os derivativos em uma única instituição (ROUBINI; MIHM, 2010).

Ainda em relação aos EUA, a reforma financeira tem de corrigir a grande falha existente na sua estrutura regulatória. Isto porque a responsabilidade regulatória do sistema financeiro americano é compartilhada por uma ampla gama de instituições estaduais e federais. Cada um dos cinquenta e oito estados criou não só sua própria comissão bancária como, também, sua comissão de seguros. Estas instituições operam de modos diferentes e monitoram instituições financeiras estaduais e federais. Determinados estados ainda possuem agências reguladoras para valores mobiliários e para cooperativas de crédito. “O edifício regulador federal situa-se no topo dessa estrutura, compartilhando imposições, em alguns casos; substituindo-as, em outros” (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 235).

A nível federal há uma enorme variedade de agências reguladoras que atuam sobre o mesmo território e chegam a executar as mesmas tarefas. A complexidade da estrutura regulatória nos

EUA é, ainda, maior, tendo-se em vista a existência de agências de supervisão privadas⁴¹ (um exemplo é o *Financial Accounting Standards Board*, FASB). Essa estrutura regulatória dos EUA, que mais se assemelha a uma ‘colcha de retalhos’, originou-se a partir da reforma implantada pelo *New Deal*, que pulverizou a autoridade reguladora entre múltiplas instituições. E foi amplificada pelas várias reformas liberalizantes implantadas nas últimas décadas – que desregulamentaram o sistema financeiro americano e permitiu o surgimento de novos tipos de instituições e de novos instrumentos financeiros. O problema desta estrutura regulatória extremamente estratificada é ainda maior dado que os bancos ainda podem escolher sobre quem os regulamenta; além disso, “(...) há evidências consideráveis de que eles mudam de jurisdição regulatória para assumir mais riscos” (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 236). Diante dessa estrutura regulatória, os reguladores têm incentivos para serem lenientes, pois as agências mais rigorosas acabam sem ter a quem inspecionar, o que os leva a perder a razão de existir. Desta forma, para que a regulação possa ser mais incisiva é crucial, que a reforma financeira elimine esta ampla pulverização da estrutura regulatória dos EUA.

Para que se avalie a possibilidade de maior estabilidade global no futuro, faz-se necessário reexaminar as diretrizes globais que enquadram a atuação dos bancos: os Acordos de Basiléia. O Comitê de Supervisão Bancária de Basiléia, criado em 1974, tem como principal missão a criação de melhores meios de regulamentar e supervisionar os bancos e outras instituições financeiras. “Embora suas recomendações não sejam obrigatórias, elas têm muita influência, e o sistema financeiro como existia na véspera da crise era em grande parte uma criatura modelada pelas normas do Comitê de Basiléia” (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 223). O primeiro acordo estabelecido ficou conhecido como Basiléia I. Foi assinado pelos países do G10 em julho de 1988 e a maioria desses países adotaram suas recomendações até 1992. Seu principal objetivo era homogeneizar as condições de concorrência internacional dos bancos. Para tal, o acordo estabeleceu um padrão de adequação de capital (com implementação gradual até 1992) com um nível mínimo de capital correspondente a 8% do ativo do banco, que seria deduzido de alguns itens considerados isentos de risco⁴² (como o ativo permanente) e o restante era ponderado por uma escala de risco diferenciada de acordo com as características dos créditos

⁴¹ Estas agências agem aconselhando as autoridades, estabelecendo regras para as instituições financeiras e até policiam seus membros.

⁴² Na versão de 1988, apenas o risco de crédito foi explicitamente considerado no cálculo do ativo-base sobre o qual incide a exigência de capital mínimo. No entanto, o texto original do documento já reconhecia a necessidade de se aperfeiçoar a metodologia de cálculo do ativo para contemplar também outras fontes de risco da atividade bancária, associadas à crescente conversão de bancos comerciais em bancos universais. (HERMANN, 2002, p. 87).

detidos pela instituição⁴³. Este padrão de adequação de capital visava controlar preventivamente o grau de alavancagem (relação ativo/capital próprio) e risco dos bancos, que foram reconhecidamente amplificados pelos programas de desregulamentação financeira dos anos 1980. (HERMANN, 2002).

Uma importante crítica feita ao Basileia I é que o acordo teve como foco, originalmente, a defesa contra riscos de crédito. Como os bancos diversificavam suas atividades, os demais riscos que se sujeitavam não eram contemplados pelo acordo. Assim, a diversificação da atividade dos Bancos tornou o Acordo anacrônico. O próprio Acordo teria incentivado os bancos a correrem outros riscos, por ter encarecido o crédito em comparação a outras formas de intermediação financeira, “(...) cujos riscos não tivessem que ser compensados pela constituição de capital próprio. (...) [Isto teria tornado], paradoxalmente, o sistema bancário possivelmente mais frágil, ao invés de mais sólido” (CARVALHO, 2007, 276). Para tentar lidar com este problema, o Comitê de Basileia, através da emenda de 1996, passou a impor coeficientes mínimos de capital também proporcionais aos riscos de mercado, ao invés de se calcular somente o risco de crédito. (LEITE; REIS, 2011). Entretanto, os próprios bancos ficaram responsáveis pelo cálculo dos riscos de mercado, cabendo ao supervisor apenas as funções de examinar e aprovar os métodos de cálculo. Esta ampla revisão do Basileia I abriu espaço para as discussões e, posteriormente, resultou no Acordo de Basileia II.

O Acordo de Basileia II foi aprovado em 2004 e, diferentemente do Basileia I, teve como foco a estabilidade financeira, tendo sido formulado como uma peça de regulação prudencial. Segundo Carvalho (2007, p. 277), o objetivo central deste novo acordo “(...) é alinhar os incentivos que os reguladores querem dar aos bancos para adotarem posturas de cautela com os incentivos que os próprios bancos encaram na sua atividade de mercado”. Com isto, o acordo ampliou “(...) o espectro de riscos⁴⁴ que devem ser cobertos pelo capital regulatório, bem como, [permitiu] que os próprios bancos avaliassem o risco de crédito através de modelos internos” (SOBREIRA; DA SILVA, 2012, p. 97). Para tal, Basileia II foi constituído

⁴³ “Como medida adicional, as normas especificaram a forma que esse capital ou participação poderia ter: ações ordinárias, ações preferenciais e outros capitais de alta qualidade (que se chamou capital de 1º nível) e então todo o restante (capital de 2º nível)” (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 224).

⁴⁴ O Acordo de Basileia II não só cobria os riscos de crédito, tal como o Basileia I, mas também cobria o risco de mercado (que era o risco de que flutuações nos preços dos títulos pertencentes ao portfólio da instituição bancária pudesse afetar a sua saúde financeira) e o risco operacional (que é o risco envolvido em problemas que pode afetar a operação normal da instituição, tal como fraudes).

em três pilares, são eles: o cálculo dos coeficientes de capital, a revisão pelo supervisor e a disciplina de mercado.

[O Basiléia II] (...) criou normas técnicas mais precisas sobre como dimensionar o risco relativo de vários ativos; sugeriu métodos para fazer tais cálculos; ampliou a definição de risco, de modo a abranger novos perigos, como a probabilidade de os ativos desvalorizarem no mercado aberto; procurou suprir várias omissões por meio das quais os bancos haviam ocultado os riscos; exigiu que os reguladores monitorassem com mais vigor o cumprimento das exigências sobre requisitos de capital, e enumerou os termos pelos quais os bancos publicariam suas demonstrações financeiras. (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 225).

Em relação ao Basiléia II, Goodhart (2008a) reconhece que esse novo marco regulatório possui algumas virtudes, principalmente, a de oferecer aos bancos uma posição clara e bem definida de sua posição de risco individual, tornando-os mais conscientes do processo de análise de risco. Porém, para ele, o foco da política de regulação deve ser macroprudencial e não prudencial (que é fazer com que os riscos de cada banco individual estejam contidos) como é em Basiléia II. Ou seja, o principal propósito da regulação deveria se concentrar nos seguintes aspectos: os riscos sistêmicos, a possibilidade de contágio, as externalidades do sistema como um todo etc. O problema sistêmico surge justamente pelo fato das ações de cada banco individual impactar sobre todos os outros bancos. Em relação a isto, a crise das hipotecas *subprime* deixou claro que o Basiléia II foi incapaz de evitar crises sistêmicas. Segundo Sobreira e Da Silva (2012, p. 98), isto aconteceu, dentre outras razões, porque o Acordo não consegue “(...) lidar adequadamente com os efeitos das inovações financeiras, aceitando que os bancos acatariam passivamente a obrigatoriedade de reter capital regulatório em linha com o risco dos ativos e instrumentos detidos e utilizados pelos mesmos”.

Outra forte crítica feita aos acordos de Basiléia é que eles contribuíram para a expansão do processo de desintermediação financeira por terem imposto exigências sobre a relação entre ativos e necessidades de capital, que teriam levado os bancos a manterem operações de alto risco fora de seus balanços, algo realizado principalmente pela securitização dos ativos. A ampliação do processo de desintermediação financeira contribui fortemente para a formação da atual arquitetura financeira internacional. Segundo Goodhart (2008a), um importante traço dessa atual arquitetura financeira internacional é a capacidade que os bancos possuem de transferir riscos de ativos, retirando-os dos seus balanços e repassando para veículos estreitamente relacionados a eles (como as SIVs). Como estes veículos estão diretamente

ligados aos bancos, seja por compromisso legal ou por risco de reputação, o autor defende que a estratégia de negócio dos bancos que é conhecida como ‘originar e distribuir’ deveria ser re-intitulada, passando a receber o nome de ‘*originate and pretend to distribute*’. Para Goodhart (2008a, p. 15), a característica da atual arquitetura financeira gera um grande problema: “*the larger problem, however, is that a key role of banks is to provide a whole raft of contingent commitments to clients, in the form of unused overdraft facilities, and contingent obligations to capital markets more generally, which work on the basis of bank back-up lines*”.

Para Roubini e Mihm (2010), a atual crise financeira internacional também salientou outras questões relacionadas aos acordos da Basileia. São elas: os bancos precisavam de capital de alta qualidade, e em mais quantidade; o ‘colchão de capital’ que os bancos haviam estabelecido nem de longe era suficientemente grande para protegê-los do tipo de choque causado pela bolha imobiliária e pela crise de crédito; a qualidade do capital como estabelecido pelos Níveis 1 e 2⁴⁵ podia se deteriorar significativamente em tempos de crise. Desta forma, faz-se de extrema urgência uma ampla reforma do Basileia II. Algo importante é mudar a definição de capital e os critérios para sua hierarquização, adotando outra fórmula de cálculo sobre o capital de um banco, que não dependa exclusivamente da definição do Nível 1. Isto poderia ser feito adotando-se uma medida conhecida por *Tangible Common Equity* (TCE), participações ordinárias tangíveis. Esta medida contabiliza para o cálculo do capital apenas as ações ordinárias, diferenciando-se do Nível 1 que inclui tanto as ações ordinárias, como as preferenciais. “A TCE, portanto, é uma avaliação mais conservadora do capital disponível de um banco. Dessa forma, ela pode ser um modo mais realista de aferir a saúde de um banco diante da crise” (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 225).

Basileia II ainda apresenta um grande problema pela forma com que esse acordo foi estruturado, que é conhecido como efeito ‘prociclicidade’. Segundo Goodhart (2008a), as medidas regulatórias e contábeis presentes no Basileia II têm incentivado o risco sistêmico, pois o requerimento de capital conforme definido tem um caráter altamente pró-cíclico. Nas palavras do próprio autor (2008b, p. 3), “*the combination of Basel II and mark-to-market accounting further drives the procyclical spiral*”. Isto porque a probabilidade de *default* de

⁴⁵ O capital de nível 1 (também chamado de tier 1) e o nível 2 (também conhecido como tier 2) são categorias definidas pelo acordo de Basileia para o cumprimento das suas regras de requerimentos de capital. O primeiro nível (estabelecido em 6%) refere-se às reservas básicas mantidas por um banco, já o segundo nível (estabelecido em 4,5%) abrange os recursos adicionais internos e externos disponíveis ao banco, o que incluiu o seu capital social.

um tomador de empréstimo aumenta em períodos de desaceleração do ciclo, muito embora o financiamento tenha ocorrido na fase anterior (expansão). Com isto, o risco avaliado pelos bancos cai nos períodos de expansão e aumenta nos períodos de menor crescimento fazendo com que os bancos tenham uma exigência de requerimento de capital maior nos períodos de baixa do ciclo. Desta forma, os bancos tendem a encolher sua carteira no período de baixa do ciclo, o que leva à queda do preço de seus ativos e, conseqüentemente, induz a uma instabilidade dinâmica⁴⁶.

Diversos economistas vêm dando contribuições para contornar a prociclicidade do Basileia II, de forma a proteger os bancos das flutuações econômicas. Roubini e Mihm (2010) defendem a troca do método de cálculo do capital bancário, substituindo o montante estático de capital permanente (como os 8% impostos pelos acordos de Basileia) pelo método de ‘provisionamento dinâmico’. Através deste método, nos anos de crescimento econômico, as exigências de capital aumentariam; já nas situações de desaceleração, as exigências de capital diminuiriam. Goodhart (2008a) defende a necessidade da criação de mecanismos anticíclicos para enfrentar as bolhas de ativos, com a regulação sendo mais incisiva durante o período de formação das bolhas. Algo que deve ser feito através da exigência de capital adicional e liquidez quando os empréstimos bancários e os preços dos ativos estiverem subindo rápido (início de uma bolha), e relaxando tais requisitos na recessão.

Como a manutenção de ativos líquidos protege mais o sistema de flutuações dos preços dos ativos do que o requerimento de capital, a regulação financeira deve ter como foco principal a razão da liquidez e não os requerimentos de capital. Isto porque quanto mais ativos líquidos um banco tiver, mais tempo ele poderá sustentar as compensações adversas das flutuações dos preços dos ativos, o que lhe garantirá mais fôlego perante uma crise financeira. Assim, a manutenção de ativos líquidos não apenas protege os bancos, como também ajuda as autoridades monetárias a estabilizar o sistema financeiro. Entretanto, os bancos não têm estímulos para manter uma alta proporção de ativos mais líquidos, dado que eles oferecem

⁴⁶ É importante deixar claro que o Comitê de Basileia de Supervisão Bancária (Basel Committee of Banking Supervision – BCBS) não estava ciente desse comportamento pró-cíclico de Basileia II, além disso houve uma tentativa de amenizar o problema ao pedir que os bancos ‘olhem através dos ciclos’ na avaliação da probabilidade de inadimplência. De qualquer forma, Basileia II continuou apresentando um elevado comportamento pró-cíclico em decorrência da interação dinâmica dos empréstimos bancários e os ciclos dos preços dos ativos.

uma menor rentabilidade. Desta forma, segundo Goodhart (2004), é o ativo líquido, e não o capital, que sustenta as instituições nos períodos de crise.

Roubini e Mihm (2010) também defendem que a reforma financeira passe a dar mais atenção ao risco de liquidez das instituições financeiras. Segundo eles (2010, p. 227), “(...) o desastre recente foi uma crise bancária com grandes instituições de todos os tipos tomando recursos líquidos no curto prazo, para, em seguida, investir em ativos ilíquidos de longo prazo”. Como os bancos e as instituições que operavam à sombra não conseguiram renovar seus empréstimos de curto prazo durante a crise, as instituições se tornaram ilíquidas. Isto torna evidente a necessidade da regulação financeira dar ênfase à administração do risco de liquidez. Para alcançar tal objetivo, para os autores, a regulação pode criar medidas para coibir que as instituições tomem empréstimos de curto prazo, fazendo com que elas aumentem significativamente o prazo e o vencimento de seu passivo.

Outro problema presente no Basileia II que precisa ser solucionado pela reforma regulatória é a autonomia dada às instituições financeiras para que elas usem o próprio modelo interno para avaliar o risco, o que é denominado de autorregulação. Além das próprias instituições calcularem os riscos tomados, estes cálculos são realizados através do modelo *Value at Risk* (VaR) – que é “(...) uma fórmula matemática que simula a probabilidade de uma instituição financeira vir a sofrer uma perda nos seus ativos” (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 228) – e também pelo uso de ferramentas estatísticas, tais como a curva de Gauss (que foi amplamente usada para fixar o preço dos CDOs). Estes modelos quase sempre subestimam o valor de capital necessário para atravessar uma crise, fazendo com que os bancos fiquem mais vulneráveis a tais eventos. Além disso, os próprios administradores de risco são marginalizados dentro das instituições por impedir lucros maiores, o que dificulta o controle efetivo dos corretores com quem trabalham. A autorregulação também gera outro importante problema, que é a possibilidade da arbitragem regulatória. Arbitragem regulatória é a “movimentação deliberada da atividade financeira de instituições mais reguladas para outras firmas, menos reguladas” (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 233). Desta forma, a arbitragem regulatória se constituiu como elemento importante para a formação do sistema bancário global paralelo (à sombra). A aplicação seletiva da regulação, com apenas as ‘instituições financeiras sistemicamente significativas’ sendo alvo da regulação, também abre a possibilidade da formação da arbitragem regulatória, pois a intermediação financeira passaria

das instituições maiores e recém-reguladas para as instituições menores que não fossem reguladas.

Para solucionar os problemas gerados com a autorregulação, faz-se necessário a implementação de algumas medidas. Primeiro, é necessário modificar a forma com que as instituições financeiras gerenciam seus riscos, substituindo o modelo 'silo' por uma visão panorâmica do risco que inclua toda a organização. Na abordagem 'silo' cada divisão ou linha de negócio considera o risco de forma isolada, sem levar em consideração a interação com as outras divisões. Um exemplo clássico de problema gerado pela abordagem 'silo' se deu com uma pequena filial da AIG com aproximadamente 375 empregados. Esta pequena filial carregou em seu balanço CDOs podres o suficiente para derrubar outras divisões que empregavam mais de 100 mil pessoas (ROUBINI; MIHM, 2010). Segundo, é importante a nomeação de um gerente de risco que tenha mais poderes e que possua uma equipe de funcionários que sejam capazes de monitorar o que está acontecendo nas múltiplas divisões do banco e, desta forma, que evitem o comportamento de risco. Terceiro, os reguladores "(...) devem criar um robusto conjunto de regras simples para controlar os principais aspectos do sistema financeiro" (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 233). Regras estas que devem ser aplicadas a valores absolutos (como de alavancagem, de exigências de capital e aos amortecedores de liquidez) e controladas pelos próprios reguladores e não pelos banqueiros. Além disso, as regras têm qde ser aplicadas a todas as instituições (tanto às grandes, como as pequenas). Ou seja, a reforma financeira tem de submeter a nova regulação para todas as instituições, e não apenas para as 'instituições financeiras sistemicamente significativas'.

As mesmas regras que controlam tudo, da proporção de capital e de liquidez a padrões de transparência e de adequação, deveriam ser impostas, sem exceção, mesmo que as instituições sistemicamente importantes tenham de ser mais rigidamente regulamentadas do que as menores, por causa de seus possíveis efeitos sistêmicos. Os engenheiros financeiros não devem ter lugar para se refugiar; a regulação não deve ser aplicada de modo esporádico. Caso contrário, haverá mais arbitragem – e mais crises. (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 234).

Segundo Roubini e Mihm (2010), se a reforma financeira levar em consideração estas soluções apresentadas, a reforma asseguraria que as instituições financeiras tivessem não só o capital necessário, mas também a liquidez suficiente para enfrentar momentos de perturbações financeiras. Além disso, a reforma eliminaria com os abusos praticados por um pequeno oligopólio de bancos comerciais e de investimento que controlam uma substancial parte do

sistema financeiro e que tiram vantagem da pouca transparência nos preços para cobrar altos *spreads* dos seus clientes. Entretanto, para estes autores, o que realmente seria necessário para a reforma financeira funcionar seria a criação de “(...) um sistema que acomodaria – e separaria – os muitos diferentes tipos de instituições financeiras agora existentes, além de reduzir o tipo de empréstimo de curto prazo que tornou o sistema financeiro ‘interligado demais para falir’” (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 252).

Como muitos bancos paralelos tiveram problemas tomando empréstimos líquidos de curto prazo para aplicá-los em investimentos ilíquidos de longo prazo, será necessário restringir sua capacidade de fazê-lo. Isso significa que os bancos de investimentos e corretoras devem ser proibidos de realizar qualquer tipo de empréstimos de curto prazo. (...) A fim de estabilizar ainda mais o sistema, todos os bancos – incluindo os bancos de investimentos – deveriam ser proibidos de praticar qualquer tipo de negócios com recursos próprios. Também não deveriam ter permissão para atuar como fundo de *hedge* e fundos de *private equity*. Em vez disso, deveriam limitar-se a fazer o que têm feito historicamente: levantar capital e subscrever ofertas de títulos e valores mobiliários. (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 252).

2.2 A RELAÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA COM A POLÍTICA DE ESTABILIDADE FINANCEIRA

À medida que a proporção de unidades financeiras que apresentam posturas especulativas e Ponzi aumenta, a economia se torna mais sensível às variações nas taxas de juros, dado que uma elevação na taxa de juros diminui ou elimina as margens de segurança. Desta forma, quando a autoridade monetária pratica uma política monetária restritiva ampliando as taxas de juros, esta política implica uma piora das condições financeiras. Com isto, na visão do keynesianismo financeiro, a política monetária e a política de estabilidade financeira estão intimamente interligadas. Neste sentido, diversos autores do keynesianismo financeiro vêm contribuindo para explicar como a política monetária pode contribuir para uma maior estabilidade financeira. Ou seja, como que os bancos centrais devem combinar a política monetária com a política de estabilidade financeira para manter a estabilidade sistêmica do sistema financeiro. Esta discussão sobre estabilidade sistêmica foca em quando deve ser apropriado para um banco central prover facilidades como emprestador de última instância para os bancos em dificuldades e se tal função deve ser acompanhada pelo papel de supervisionar o sistema financeiro para conter o risco moral. (GOODHART; SCHOENMAKER, 1995).

Minsky (2009), tal como colocado na seção anterior, já havia deixado claro como que um dos principais instrumentos de política monetária, que é o redesconto, ao fornecer reservas aos bancos comerciais, pode contribuir para que o banco central exerça a função de supervisor do sistema financeiro. Isto ao defender que os banqueiros reconhecem que um financiador tem o direito de inspecionar os tomadores de empréstimo para garantir sua capacidade creditícia. Além disto, ele também já havia chamado a atenção para o fato de que a expansão das operações de redesconto também permitiria que a taxa de juros estabelecida pelo banco central para redesconto se torne a mais importante na determinação da estrutura a termo da taxa de juros. Assim, para Minsky, a política monetária e a política de estabilidade financeira sempre estariam interligadas:

Os bancos centrais tanto restringem o comportamento do financiamento quanto, como emprestadores em última instância, diminuem as conseqüências de ondas especulativas. Como emprestadores de última instância, os bancos centrais intervêm particularmente para impedir a queda livre de preços de ativos que pode ocorrer quando instituições financeiras são forçadas a realizar posições pela venda substancial de seus ativos. Conseqüentemente, as raízes da política monetária encontram-se nos fatores responsáveis pela instabilidade do capitalismo: a realidade de um sistema bancário de reservas fracionárias com oferta de moeda endógena e a decorrente coexistência de dois níveis de preços, um para os ativos e outro para produção corrente. (MINSKY, 1994, p. 24).

Para Roubini e Mihm (2010, p. 232), “quando usada de modo apropriada, a política monetária é um dos meios mais eficazes e poderosos para enfrentar bolhas de ativos e as crises que causam”. Isto pelo fato de a política monetária exercer uma influência ampla e sistêmica sobre o clima especulativo que origina as bolhas. Desta forma, estes autores defendem que a política monetária seja amplamente utilizada para contribuir com a estabilidade financeira. Porém, os autores salientam que, em determinados momentos de bolha de crédito ou de ativos, usar apenas a política monetária não seja suficiente, sendo necessárias medidas auxiliares. Uma medida auxiliar, por exemplo, poderia ser uma alteração da chamada ‘exigência de margem’⁴⁷, que é o montante que os investidores podem tomar de empréstimos para comprar títulos. “Aumentar essa exigência teria sido de grande valia para controlar os excessos da bolha tecnológica, quando um crescente número de especuladores tomou recursos emprestados para comprar ações. Ao não fazê-lo, ele permitiu que a bolha crescesse ainda mais” (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 257). Outra medida que pode ser utilizada para conter as bolhas de ativos e a expansão do crédito é através das ferramentas de política de crédito.

⁴⁷ O Fed tem o poder de alterar a ‘exigência de margem’ através da Regulação T.

Através da Regulação D, o Fed pode alterar o valor das reservas que um banco deve ter contra certos tipos de depósitos, ou passivos, o que restringe a expansão do crédito na economia.

Entretanto, o uso da política monetária nos EUA tem contribuído para a formação de bolhas especulativas ao longo do tempo. Exemplo claro disso se deu com a formação da bolha imobiliária americana, que foi alimentada fortemente pela expansão da política monetária praticada nos EUA de 2001 até 2004, que teve o intuito de amortecer o estouro da bolha tecnológica de 1999 e a consequente recessão da economia americana. Neste período, os EUA cortou suas taxas de juros em 5,5 pontos percentuais – de 6,5% para 1%. (ROUBINI; MIHM, 2010). Desta forma, a política monetária não só não foi utilizada para evitar a bolha imobiliária, como a teria incentivado. Este comportamento do Fed reflete, em grande parte, a concepção teórica que defende que os bancos centrais não podem fazer muito para controlar as bolhas, cabendo a eles apenas cuidar dos seus efeitos posteriores. É importante salientar que o Alan Greenspan e Ben Bernanke, dois últimos presidentes do Fed, são grandes defensores desta concepção teórica.

Para Roubini e Mihm (2010), a estratégia de só intervir para reduzir os efeitos do estouro das bolhas gera um risco moral em grande escala, por criar a crença nos investidores que o Fed os salvará para evitar danos maiores no sistema financeiro, o que fará com que os investidores passem a assumir cada vez mais riscos nas suas operações. Além disso, essa estratégia também faz com que os investidores tenham a certeza de que nas situações difíceis o Fed irá agir reduzindo drasticamente as taxas de juros, o que permitirá a oportunidade para a especulação em outra bolha.

Goodhart e Schoenmaker (1995) também defendem que o banco central combine a política monetária com a política de estabilidade financeira. Para eles, o banco central historicamente agia combinando suas funções de autoridade monetária e de regulação financeira. Um dos principais argumentos a favor da separação destas funções seria que a combinação delas levaria a um possível conflito de interesse, em que o banco central seria levado a injetar mais reservas no mercado bancário. Segundo esses autores: *“The implied concern is that such lending to a troubled bank will increase the net inflow of reserves to the banking system and thus undermine monetary policy”* (1995, p. 545).

Goodhart e Schoenmaker consideram este argumento pouco convincente, pois o banco central conhece exatamente a quantidade de empréstimo e, mesmo se a assistência for demasiada, as operações de mercado aberto podem ser rapidamente ajustadas. O pressuposto deveria ser, portanto, que a ação de emprestador de última instância mudaria a distribuição de reservas entre os bancos, o que evitaria a probabilidade de contágio entre as instituições financeiras, diminuindo, assim, a possibilidade de um problema sistêmico. Desta forma, a ação de emprestador de última instância, mesmo quando exatamente compensada por uma redução líquida das compras no mercado aberto, não deixaria o sistema monetário inalterado.

Com a condução da política monetária sendo feita através da alteração da taxa de juros, um possível conflito de interesse poderia surgir entre a autoridade monetária (que ampliaria as taxas de juros para conter a inflação) e a autoridade regulatória, que observa os efeitos adversos que a elevação da taxa de juros exerce sobre a lucratividade e solvência do sistema bancário. Para Goodhart e Schoenmaker (1995), este tipo de conflito ocorre constantemente. Entretanto, o setor privado deve internalizar em suas expectativas que o banco central vai agir combinando as funções de autoridade monetária e autoridade regulatória, sendo influenciado pelas condições de estabilidade financeira quando determina a política monetária. Além disso, mesmo quando tal conflito se torna importante, a junção das funções de autoridade monetária e autoridade regulatória em uma mesma instituição ajuda a tornar a resolução do conflito mais eficiente.

Segundo Nier (2009), a recente crise reabriu o debate se e como o banco central deveria levar em conta o desenvolvimento no preço dos ativos, alavancagem e crescimento do crédito. Isto porque a crise deixou bem claro que o banco central, ao perseguir estritamente o objetivo de estabilidade dos preços, pode vir a negligenciar a evolução do crescimento do crédito e dos preços dos ativos. A recente crise também deixou claro que a intervenção pelo banco central só após o estouro das bolhas pode gerar amplos custos sociais, em termos de alto desemprego, além de prejudicar a condução das políticas macroeconômicas após crise. Desta forma, segundo Nier, a experiência recente tem feito com que os bancos centrais passem a rever a contribuição que a política monetária pode dar para combater a acumulação de desequilíbrios financeiros. Além disso, os bancos centrais (incluindo o Fed e o Banco da Inglaterra) também passaram a investigar a contribuição das ferramentas macroprudenciais para se alcançar uma maior estabilidade financeira. Sendo que a potencialidade destas ferramentas é ainda maior

quando elas são utilizadas em complementação da política monetária, tal como salientado por Nier (2009, p. 8-9):

Macroprudential policies may be most successful in the presence of an overall policy framework that fosters complementary use of monetary and macroprudential policies. The policy framework can benefit, if it can harness the central bank's institutional expertise in assessing macroeconomic conditions and macro-financial risks, which can inform the design and continued review of macroprudential policies.

Diversas instituições macroprudenciais estão surgindo em uma ampla gama de países: o *Financial Policy Committee* no Reino Unido, o *Financial Stability Oversight Committee* nos EUA, e o *European Systemic Risk Board*.

Nier (2009) apresenta algumas opções de como integrar a política monetária com a política de estabilidade financeira. São elas: primeiro, os objetivos da política monetária poderiam incluir a estabilidade financeira como um explícito objetivo secundário, com o intuito de complementar o objetivo primordial da estabilidade de preços; segundo, os objetivos da política monetária poderiam considerar explicitamente os preços dos ativos financeiros e os desenvolvimentos nos mercados de crédito; terceiro, através da prorrogação do horizonte de tempo sobre o qual a política monetária deve ser cumprida, pois quando as metas de inflação são constituídas sobre horizontes temporais relativamente curtos (normalmente são de dois anos), elas não conseguem levar em consideração os desequilíbrios financeiros que geralmente levam mais tempo para serem construídos.

CAPÍTULO 3: UM PANORAMA DO SISTEMA FINANCEIRO AMERICANO – DA REFORMA DE 1930 AO PROCESSO DE DESREGULAMENTAÇÃO FINANCEIRA

3.1 A REFORMA FINANCEIRA DOS EUA DA DÉCADA DE 1930

Durante as primeiras décadas do século XX, o sistema financeiro dos EUA apresentou uma grande instabilidade financeira observada através de crises bancárias e falências de instituições financeiras. Em 1913, foi criado o *Federal Reserve System*, que tinha como objetivo primordial regular e supervisionar os bancos, obrigando as instituições depositárias manterem reservas adequadas e abrirem suas contas à inspeção dos reguladores. (KRUGMAN, 2009). Entretanto, a criação deste órgão regulador, apesar de ter padronizado e centralizado a manutenção de reservas bancárias, não conseguiu evitar novas crises bancárias. No início da década de 1930, eclodiu a mais grave crise bancária da história americana, que é vista como um dos fatores responsáveis por fazer a recessão se tornar a maior depressão da história do capitalismo. Segundo Reinhart e Rogoff (2008), o *Bank of USA* faliu em dezembro de 1930 e 1860 bancos faliram entre agosto de 1931 a janeiro de 1932.

Diante desta situação de crise, a estrutura institucional do sistema financeiro americano foi amplamente reformada. O ponto central desta reforma financeira foi o *Banking Act* (Lei Bancária) de 1933 (também conhecida como *Glass-Steagall Act*⁴⁸), que visava reintroduzir a confiança no sistema de depósito para que ele pudesse se concentrar em cumprir o seu principal objetivo, que é o de financiar o crescimento econômico. (ISENBERG, 2006). Para tal, a Lei Bancária criou o FDIC (*Federal Deposit Insurance Corporation*), instituição que garantiria os depósitos bancários por meio de um fundo que seria formado por dinheiro recolhido dos bancos. Assim, um fundo temporário entrou em vigor ainda em janeiro de 1934 assegurando depósitos de até US\$ 2.500; o fundo tornou-se permanente em julho de 1934 e o valor assegurado subiu para US\$ 5.000. (MAUES, 2013). Todos os bancos, que eram membros do *Federal Reserve* antes ou até 01 de julho de 1934, foram obrigados a se tornar acionistas do FDIC; além disso, qualquer banco estatal só poderia se integrar ao *Federal Reserve System* após se tornar acionista do FDIC, já os bancos estaduais tiveram sua adesão ao FDIC apenas voluntária.

⁴⁸ Ela recebeu essa denominação por representar duas leis propostas pelos democratas Carter Glass, que era senador da Virgínia e havia sido secretário do Tesouro, e pelo deputado Henry Steagall, do Alabama, que na época era o presidente do Comitê de Bancos e Moeda do Congresso.

A reforma financeira tinha dois princípios básicos: a segmentação e a transparência. A busca pela transparência deu-se com a criação de algumas leis complementares: a *Securities Exchange Act* de 1934, que definiu que os interesses dos acionistas eram preponderantes nos mercados financeiros; da criação da *Securities and Exchange Commission*, que buscava padronizar a apresentação de balanços financeiros e demais informações financeiras, criando normas para monitorar os ativos dos agentes que operavam no mercado de capitais, e passando “(...) a exigir o registro de todos os valores mobiliários negociados em bolsas de valores e a divulgação (*disclosure*) periódica, pelas emitentes, de informações sobre suas situações financeiras e variações patrimoniais, bem como proteger os investidores” (CINTRA, 1997, p. 19); a *Investment Company Act* de 1940, que regulamentou a criação dos fundos de investimento e obrigou os bancos de investimentos a fornecer informações aos aplicadores.

A Lei Bancária gerou uma segmentação no mercado bancário classificando os bancos de acordo com as funções que deveriam exercer⁴⁹: bancos comerciais – que estavam sujeitos a fortes restrições quanto aos riscos que poderiam assumir, mas em troca tinham fácil acesso às operações de redesconto e seus depósitos eram garantidos pelos contribuintes⁵⁰; já os bancos de investimento (instituições que tinham como função oferecer crédito de longo prazo e eram regulados com menos rigor, porém não estavam sujeitos a corridas bancárias por serem instituições não depositárias) foram proibidos de terem estreitas conexões com os bancos comerciais, e; *Savings & Loans* (Associações de Poupança e Empréstimos), que eram instituições especializadas em captar recursos via depósitos de poupança e operavam por meio de financiamento residencial de longo prazo, principalmente através de hipotecas residenciais. Após a aprovação da Lei Bancária, as instituições financeiras receberam o prazo de um ano para decidir se iriam se especializar no setor bancário comercial ou de investimento. Segundo Kregel (2010, p. 3), “*the purpose of the Act was to prevent the exposure of commercial banks to the risks of investment banking and to ensure stability of the financial system*”. Para o autor, o Congresso aprovou a Lei *Glass-Steagall* em resposta ao que teria sido entendido como os vários abusos cometidos pelos bancos comerciais na operação com títulos.

⁴⁹ A proposta de separação do sistema bancário do financeiro havia sido apresentada por Louis D. Brandeis em sua famosa condenação do sistema financeiro durante a crise financeira de 1907. (KREGEL, 2010).

⁵⁰ “*Deposit insurance had been introduced by several states starting in the late 1880s and was included in legislation sponsored, also in 1932, by Henry Steagall in the House of Representatives. It was eventually introduced as an amendment to the draft Senate bill to form the basis for the Banking Act of 1933*” (KREGEL, 2010, p. 4).

Antes da Lei Bancária não havia restrição para que um banco realizasse empréstimos aos seus funcionários, o que gerava excessivos empréstimos. Isto havia se tornado uma grande preocupação para as instituições reguladoras. Com isto, a Lei Bancária também proibiu que bancos membros do *Federal Reserve* realizassem empréstimos para seus diretores e ainda exigiu o reembolso dos empréstimos realizados.

A Lei Bancária também introduziu a Regulação Q, que proibia os bancos comerciais pagarem juros sobre depósitos à vista e instituiu tetos sobre a taxa de juros de vários outros tipos de depósitos bancários, tais como conta de poupança e *Now Accounts (Negotiable Order of Withdrawal)*, que são contas de poupança que podem ser movimentadas por cheques. Isto se deu pela percepção de que a excessiva concorrência bancária por fundos de depósitos teria incentivado os bancos a desenvolver políticas de investimento e de concessão de empréstimos demasiadamente arriscados para que pudessem ganhar uma renda que fosse pelo menos suficiente para arcar com o pagamento dos juros dos depósitos dos seus clientes. Assim, isto teria ampliado a especulação por parte dos bancos, tornando-se um dos motivos das falências bancárias do início dos anos de 1930.

Regulation Q mandated non-interest-bearing demand deposits and low-interest-bearing time deposit rates which acted to keep borrowers' rates low. Finally, 'firewalls' between depository and nondepository institutions were established to separate the highly speculative activity of nondepository institutions from the credit apparatus that was fundamental to the growth of the economy. (ISENBERG, 2006, p. 370).

Segundo Lima (1995), a Lei Bancária ainda introduziu regulamentos relativos a produtos (bancos comerciais não poderiam negociar seguros e ações, regulamentação para os preços dos serviços bancários, legislação estadual para coibir usura); regulamentos relativos a ocupação espacial (regulamentação das atividades internacionais, restrições severas para ampliação das redes interestaduais já existentes e não permissão para novas redes interestaduais); além de outras regulamentações (regulamentação para fusões e aquisições envolvendo bancos, limites de concessão de empréstimos, redução do grau de alavancagem, controle dos ativos através de requerimentos relativos à qualidade dos ativos, severas limitações para concessão de licenças bancárias e reserva compulsória variável de acordo com determinação do Fed).

Entretanto, segundo Phillips (1994), as restrições sobre as *holdings* bancárias apresentaram três fraquezas fundamentais no *Banking Acts*: i) o registro não era obrigatório e foi possível para alguns grupos obter o controle através de alvará de permissão; ii) as restrições à expansão foram de valores questionáveis, exceto em casos extremos, e; iii) as companhias de *holdings* foram autorizadas a continuar investindo em empresas não bancárias. A *Securities Acts* de 1933 e 1934 passou a exigir que as companhias de *holdings* bancárias, cujos valores mobiliários fossem registrados na bolsa de valores ou as que quisessem oferecer novas emissões consideráveis no comércio interestadual, tivessem que apresentar relatórios periódicos com a *Securities and Exchange Commission*.

Como as instituições financeiras deveriam se especializar por segmento, as instituições de supervisão também foram criadas, ou re-enquadradas (nos caso das já existentes), em linhas semelhantes. Isto provocou a multiplicação de reguladores – que foi denominado por Roubini e Mihm de ‘colcha de retalhos’. Com isto o Sistema Financeiro dos EUA passou a apresentar os seguintes órgãos de regulação: três reguladores bancários federais – o *Federal Reserve*, o FDIC e o OCC (*Office of the Comptroller of the Currency*, do Departamento do Tesouro); reguladores estaduais (como os estados regulavam as Segurados, havia no sistema financeiro americano outros 50 reguladores diferentes); a SEC (*Securities Exchanges Commission*), que regula os Bancos de investimento e outras instituições atuantes nos mercados de títulos; a CFTC (*Commodity Futures Trading Commission*), que regula os poucos derivativos que são objeto de regulação, já que a maioria não é coberta por nenhuma regra regulatória. É importante salientar que o *Banking Acts* deu ao *Federal Reserve Board* novos poderes regulatórios para assumir um papel ativo no fornecimento de oferta de moeda através das operações de *open market* e requerimentos de reservas.

Assim, a Lei Bancária do início da década de 1930 criou um sistema financeiro segmentado e com uma forte regulamentação sobre as instituições financeiras depositárias, enquanto a atividade de banco de investimento (que possuía o monopólio da emissão de títulos) era desregulamentada. Entretanto, além dos bancos comerciais, os bancos de investimento também forneciam liquidez através da subscrição e distribuição primária de obrigações do mutuário e por prover distribuição secundária através da função de *broker-dealer* em

mercados organizados de valores mobiliários, o que fez com que os investimentos de bens de capital de longo prazo em títulos fossem considerados líquidos⁵¹.

Thus, investment banks were functionally equivalent to the deposit and liquidity-creation business of regulated banks. While the Act provided monopoly protection for the commercial banks' business model, which was locked into issuing commercial loans, it did not give these banks a monopoly on the creation of liquidity. Over time, other financial sectors offered similar products with fewer restrictions and lower costs (e.g., through structures such as securitization, the commercial paper market, and money market mutual funds, and through the process of 'riskless arbitrage'). (KREGEL, 2010, p. 3).

Desta forma, a Lei Bancária se mostrou altamente anticoncorrencial, ampliando as distorções de natureza competitiva entre as instituições financeiras depositárias e as não depositárias. Além disso, segundo Kregel (2010, p. 8), *“once investment banks could provide these liquidity-creating services more cheaply than regulated banks, the latter's business model became untenable, and with it the logic of the Glass-Steagall separation of commercial and investment banks”*. Entretanto, a Lei Bancária garantiu uma estabilidade financeira nos EUA durante quase quatro décadas proporcionando um bom fluxo de financiamento ao setor real, sendo considerada como um dos pilares para o crescimento vigoroso da economia americana, principalmente, após a Segunda Guerra Mundial, período denominado de anos dourados do capitalismo. Segundo Hermann (2002, p. 89), *“o número de falências bancárias foi reduzido drasticamente, de 600 por ano, em média, entre 1923-32, para menos de 10 ao ano entre 1945-70; e o país não viveu qualquer ameaça de crise bancária sistêmica”*. Além disso, as instituições financeiras depositárias não foram prejudicadas nesse período, apesar da distorção competitiva a qual estava subordinada, devido a duas condições externas aos bancos:

(a) a ampla liquidez, proporcionada pela política monetária keynesiana do período, que resultou em taxas de juros *de mercado* sistematicamente inferiores aos tetos estabelecidos pelo Regulamento Q; (b) a inflação baixa, que mantinha os juros reais positivos e atraentes, tanto para os bancos, quanto para os poupadores. Neste contexto, os tetos de juros, os recolhimentos compulsórios e a segmentação do mercado não “reprimiram” o crescimento dos negócios e dos lucros das IFD [instituições financeiras depositárias]. (HERMANN, 2002, p. 89).

⁵¹ “While a commercial bank creates liquidity by insuring that its liabilities have a higher liquidity premium than its assets and thus can always be exchanged for currency, investment banks provide liquidity by insuring that the liabilities they underwrite have a higher liquidity premium than the capital assets they finance and thus can be bought or sold in organized markets without a great variation in price” (KREGEL, 2010, p. 8).

Esse modelo de sistema financeiro criado pela Lei Bancária só começou a ser questionado no início da década de 1970 quando teve início uma crise econômica nos EUA. A crise americana da década de 1970 deveu-se a: 1) a implosão do câmbio fixo, em 1973, ensejando a flutuação do dólar (observando-se uma desvalorização) em um contexto interno de déficit no balanço de pagamentos e fiscal (portanto, de necessidade de financiamento externo); 2) do impacto do choque dos preços do petróleo e de todas as *commodities* sobre o balanço de pagamento e inflação. Com a elevação dos preços dos barris de petróleo na década de 1970, os países exportadores receberam um crescente fluxo de divisas e o alocaram no mercado financeiro internacional dando origem aos petrodólares; 3) da abolição de controles cambiais da conta financeira do balanço de pagamentos, impulsionada pela expansão do mercado de eurodólares (que foi formado pelos petrodólares) e das praças financeiras liberalizadas na Europa; 4) a falência do Fordismo, que era o principal modo de produção dos EUA; 5) da inoperância do ativismo fiscal e da passividade da política monetária em um regime cambial novo. Todos esses elementos alimentaram a desvalorização contínua do dólar, seu enfraquecimento como moeda internacional, o encarecimento do financiamento dos déficits gêmeos americanos e a consequente instabilidade financeira internacional.

Assim, já no final da década de 60 e início da década de 1970, houve uma aceleração inflacionária, em grande parte ocasionada pelos choques do petróleo, que tornou os limites impostos das taxas de juros às instituições depositárias praticamente insustentáveis. Desta forma, com a deteriorização do cenário econômico interno nos EUA, o surgimento de praças financeiras liberalizadas na Europa e com a crise da dívida externa dos países do Terceiro Mundo, que prejudicou fortemente a lucratividade e o valor de mercado dos bancos americanos, a forte regulamentação imposta às instituições financeiras depositárias ficou em xeque. As inovações financeiras também desempenharam um importante papel para a promoção da desregulamentação financeira dos EUA. A próxima seção irá apresentar as principais inovações do período e discutirá o seu papel para o processo de desregulamentação financeira.

3.2 INOVAÇÕES FINANCEIRAS E A REESTRUTURAÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO AMERICANO

As inovações financeiras desempenharam importante papel no processo de concorrência entre as instituições financeiras. Essas inovações foram incentivadas por alguns fatores. São eles: i) por uma mudança de estratégia dos bancos, que foram altamente prejudicados pela crise da dívida externa dos países do Terceiro Mundo, fazendo com que diminuíssem o interesse por empréstimos convencionais; ii) por uma forma das instituições financeiras (principalmente os bancos) conseguirem amenizar o impacto do cenário macroeconômico interno, que foi amplamente deteriorado com a crise econômica de 1970; iii) pela tentativa de fugir ou reduzir os custos efetivos e de oportunidades impostos às instituições financeiras depositárias pela regulamentação criada com a Lei Bancária; iv) pelo próprio avanço tecnológico que ocorreu nas áreas de comunicação e informação, que incentivou o desenvolvimento de inovações tecnológicas por ter facilitado a transferência de fundos entre aplicações e instituições financeiras, além de ter reduzido os custos de transação envolvidos na transferência de recursos entre aplicações distintas, e; v) pela aceitação por parte dos poupadores, que estavam interessados em novos instrumentos financeiros (principalmente, com a expansão da inflação) que lhes proporcionassem maior rentabilidade que os depósitos, que possuíam tetos de juros.

Segundo Hermann (2002), as inovações financeiras dos anos 1960-70 tiveram como contrapartida uma profunda reestruturação do mercado financeiro americano, que foi pautado por duas tendências: pela desintermediação financeira⁵² (que consiste na criação de mecanismos diretos de crédito e se dá pelas operações de crédito através de títulos, como os *bonds* e ações) e pela concentração do mercado bancário, que se deu, principalmente, através da expansão das *holdings* bancárias e foi intensificada pelo surgimento e rápido crescimento dos fundos mútuos de investimento e dos MMMF (*Money Market Mutual Funds*).

Para Kregel (2010), o processo de inovação financeira se iniciou com a expansão da securitização de ativos, que é uma operação que consiste em agrupar determinados tipos de passivos financeiros (tais como títulos de crédito e dívidas referentes a empréstimos) para

⁵² Segundo Lima (1995, p. 33), quando se discute a respeito da desintermediação financeira é comum uma imediata associação com o processo de securitização do crédito, algo que se dá pelo fato da “(...) transformação dos ativos financeiros em títulos que podem ser negociados nos mercados de capitais domésticos e internacionais [terem representado] (...) uma alteração substancial nos sistemas financeiros privados, modificando-se o papel tradicional dos bancos e aumentando-se a importância dos intermediários financeiros não-bancários”. Portanto, a securitização serviu como uma forma de conectar os mercados de crédito e de capitais.

transformá-los em títulos para posterior negociação. Ou seja, com a securitização, dívidas são convertidas em título para serem negociadas ('vendidas') para investidores financeiros, algo que transfere os riscos associados aos títulos para esses investidores. Para o autor, esta operação teve o intuito inicial de oferecer empréstimos para empresas menores por meio da redução e da redistribuição do risco. A principal razão da securitização foi servir como um instrumento de diversificação dos mecanismos de captação das instituições financeiras, permitindo que estas instituições ampliassem o ritmo de crescimento de seus ativos. (CAGNIN, 2009).

Desde o início da década de 1970, a securitização tem crescido e tem se estendido para uma gama cada vez maior de atividades. A expansão da securitização se deu como resultado de duas situações: dos credores líquidos procurando evitar os passivos bancários e dos devedores buscando o mercado de capital como alternativa mais barata de endividamento e capitalização. Isto possibilitou que os bancos transformassem ativos não negociáveis em títulos negociáveis no mercado, o que retirou do balanço dos bancos parte das operações de empréstimos; além disto, os bancos passaram a substituir as tradicionais operações de empréstimos por *securities* emitidas pelos tomadores de recursos (MENDOÇA, 1994). Na operação de securitização o banco "(...) apenas se torna o administrador do conjunto de títulos negociáveis nos mercados de capitais, mediante o recebimento de comissões" (CINTRA, 1997, p. 25).

Nesse processo, os *commercial papers* foram amplamente utilizados como substitutos para empréstimos bancários de curto prazo. Os bancos comerciais inicialmente tentaram entrar no mercado de *commercial papers*, mas os representantes dos bancos de investimento fizeram uma forte oposição e a Suprema Corte decidiu que os bancos comerciais não poderiam operar com esses títulos, dada a proibição imposta pela Lei Bancária de 1933. Outra importante inovação, que data de 1961, foram os certificados de depósitos (CDs). A negociação dos CDs no euromercado se mostrou uma alternativa rentável de aplicação no mercado internacional aos clientes das matrizes dos bancos. Isto porque, apesar de serem depósitos, os CDs não tinham tetos de juros e requerimentos de reservas, o que os tornou competitivos. "*This competitiveness meant that Regulation Q could no longer guarantee the competitive advantage of the S&Ls' time deposit rate. Now, the commercial banks could compete against the S&Ls for savers' deposits*" (ISENBERG, 2006, p. 372). Posteriormente, o *Federal Reserve* passou a regulamentar os CDs, o que fez com que os bancos comerciais perdessem

competitividade na atração de fundos de aplicação. A perda de fundos por parte dos bancos comerciais levou a uma redução das reservas bancárias, do crédito bancário e da oferta de moeda⁵³.

A expansão das fontes de ativos não bancários de curto prazo foi ainda incentivada por outras inovações financeiras: os fundos mútuos de investimento, que foram criados em 1960 e operavam através da captação de recursos do pequeno poupador, concentrando suas aplicações em ativos de médio e longo prazo, de renda fixa ou variável, adquiridos no mercado de capitais. Já em 1971, surgiram os fundos mútuos do mercado monetário (MMMF), que eram fundos em que os investidores reuniam recursos para aplicar em um portfólio diversificado de *securities*, em que cada investidor seria o possuidor de quotas do fundo. Os MMMFs se mostraram como ótimas alternativas aos depósitos a prazo das instituições de depósito pela segurança, rentabilidade e liquidez que possuíam, já que os fundos podiam ser facilmente sacados (alguns ofereciam disponibilidade de saque através de cheques).

Entretanto, como o passivo dos MMMFs não eram depósitos, eles não tinham a proteção de depósito dada pelo FDIC, o que impôs a necessidade desses fundos manterem ativos líquidos nos seus balanços. Parte desses fundos tinha aplicações concentradas em títulos de renda fixa de curto prazo. Segundo Kregel (2010, p. 9), “*finally, asset securitization provided even greater reductions in financing costs, since MMMFs and other investors could purchase asset-backed commercial paper through commercial borrowing conduits*”. Outras inovações que surgiram na mesma época foram as contas *Now* e as contas *ATS (Automatic Transfer Services)*, que eram contas de poupança com transferência automática para a conta corrente em caso de déficit nesta última. Essas contas eram consideradas como ‘quase moedas’ e se constituíram como substitutos da moeda e dos depósitos.

Just as drafters of the National Bank Act had not foreseen the competition for national banknotes from state banks’ deposits subject to check, legislators in 1933 could not have foreseen the rise of commercial paper as a substitute for C&I loans or MMMFs as a substitute for retail deposits. At the same time, since these structures were considered capital market transactions, member banks could not respond by entering those markets. (KREGEL, 2010, p. 9).

⁵³ “*To keep further financial disruption from occurring, the Federal Reserve reversed its tight monetary policy and opened its discount window to all banks that needed funds to maintain their financial positions*” (ISENBERG, 2006, p. 374).

Essas inovações financeiras mostraram-se como forte barreira à competição construída com a reforma financeira da década de 1930 e afetaram os pequenos bancos e instituições de poupança por gerar uma perda de depósitos. Já os grandes bancos, como estavam operando com os CDs, eles não só sofreram a ameaça de perder depósitos, como tiveram que elevar as taxas de juros pagas nos seus depósitos para competir com essas inovações. (CINTRA, 1997).

Inovações organizacionais também foram utilizadas com o intuito de atenuar as restrições impostas pela Lei Bancária à diversificação do portfólio que afetavam as instituições financeiras depositárias e não depositárias, e também com o objetivo de permitir a expansão horizontal dos bancos. Segundo Hermann (2002), essas inovações financeiras contribuíram para a internacionalização da atividade bancária (com a abertura de agências fora dos EUA) e para a formação de *holdings* bancárias. A internacionalização da atividade bancária americana se deu também em decorrência da regulação Q, de restrições de financiamento no exterior por bancos americanos em território americano, da internacionalização do capital financeiro na década de 1960, pela expansão dos petrodólares e do comércio internacional. Ela serviu para que os bancos americanos fugissem da regulamentação vigente nos EUA dado que as exigências legais dos países hospedeiros eram, normalmente, menos restritivas do que a dos EUA.

A expansão do comércio internacional também incentivou a entrada de bancos estrangeiros nos EUA, que eram isentos das principais restrições impostas pela legislação americana aos bancos domésticos. Os bancos estrangeiros de grande porte (com ativos totais de US\$ 1 bilhão ou mais) nos EUA só passaram a ser regulamentados pela *International Banking Act* (Lei Bancária Internacional) de 1978, que sujeitou esses bancos às mesmas regras de recolhimento compulsório e de abertura de agências vigentes para os bancos americanos. Entretanto, como os bancos estrangeiros continuaram isentos dos tetos de juros, eles continuaram em posição privilegiada. Isto prejudicou a competitividade dos bancos comerciais americanos.

A expansão das *holdings* bancárias constituiu uma forma destas instituições atenuarem as restrições da Lei Bancária e visou a expansão das suas atividades para o segmento bancário e não bancário. A Lei das *holdings* bancárias de 1956 definia as *holdings* como sendo “(...) empresas que reuniam, sob um mesmo controle acionário, um ou mais bancos comerciais, podendo incluir algum tipo de instituição não bancária, desde que atuante exclusivamente no mercado de crédito (basicamente, APE e financeiras)” (HERMANN, 2002, p. 91). Esta lei foi

reeditada em 1970 e passou a redefinir uma ‘empresa bancária’ como sendo uma instituição que iria operar, simultaneamente, captando depósitos a vista e concedendo empréstimos comerciais. Isto permitiu que bancos de investimentos e companhias de seguro formassem *holdings* não-bancárias através da aquisição de bancos comerciais, desde que fosse encerrada sua carteira de empréstimos comerciais ou a captação via depósitos a vista. Em 1984, a Suprema Corte decidiu que o *Federal Reserve* teria a autoridade para permitir que bancos comerciais, através das estruturas de *holdings* bancárias, adquirissem *brokers* como subsidiárias. Em 1985, o *Federal Reserve* permitiu que as *holdings* bancárias adquirissem subsidiárias que oferecessem tanto corretagem, quanto consultoria de investimento, a clientes institucionais.

Interpretations issued in 1986 and 1987 further relaxed section 20 restrictions, and then expressly allowed regulated banks to engage in securitization via affiliation with companies underwriting commercial paper, municipal revenue bonds, and securities backed by mortgages and consumer debts — as long as the affiliate did not principally engage in those activities. (KREGEL, 2010, p. 9).

Os bancos de investimento, com o intuito de se proteger da invasão dos bancos comerciais no seu mercado, entraram com recurso contra essas decisões. Entretanto, o recurso foi negado. As pressões das *holdings* bancárias cresceu a tal ponto que, na segunda metade dos anos de 1970, diversos estados americanos passaram a permitir que subsidiárias de *holdings* bancárias operassem em seu território, o que deu origem a *holdings* interestaduais e até regionais. É importante lembrar que, em 1927, o *McFadden Act* havia criado rigorosas restrições no que condiz à ampliação das redes bancárias interestaduais existentes e à criação de novas redes interestaduais. Através desta Lei, as instituições bancárias ficaram a mercê de autorização para constituir filiais em outros estados.

A formação das *holdings* permitiu que os bancos comerciais pudessem concorrer com as financeiras⁵⁴, que eram a sua principal concorrente nas décadas de 1960 e 1970. Isto pelo fato das *holdings* bancárias possuírem instituições com características próximas das financeiras como subsidiárias. Com a deteriorização do cenário macroeconômico interno nos EUA, principalmente com a alta inflação, e com o surgimento de alternativas de aplicações

⁵⁴ “As financeiras atuam no segmento de empréstimos de curto e médio prazo, a consumidores e empresas, tendo como fontes principais de captação empréstimos bancários e emissão de títulos no mercado de capitais (basicamente, *commercial papers*, títulos de curto prazo), já que não são autorizadas a captarem depósitos” (HERMANN, 2002, p. 92-93).

financeiras rentáveis e de curto prazo que não estavam sujeitas aos tetos de juros (com as inovações financeiras), a capacidade de captação dos bancos tinha ficado altamente comprometida. Neste contexto, as financeiras conseguiram atrair os poupadores que estavam migrando dos bancos em busca de aplicações mais rentáveis, o que ampliou a sua participação do mercado de crédito.

A principal consequência da formação das *holdings* bancárias foi a ampliação do grau de concentração do mercado bancário americano por ter promovido o aumento da dimensão dos bancos (em número de agências e, principalmente, em volume de ativos), o que contribuiu para tornar os bancos mais competitivos. A concentração do mercado bancário americano foi ainda intensificada pelo surgimento de duas inovações financeiras: os fundos mútuos de investimento e os MMMFs. “Através das aplicações desses fundos, parte dos depósitos ‘perdidos’ voltava para os bancos sob a forma de certificados de depósitos bancários [que não estavam sujeitos aos recolhimentos compulsórios e tetos de juros], emitidos nos mercados monetário (de curto prazo) e de capitais (de prazo superior a um ano)” (HERMANN, 2002, p. 93). Entretanto, como só os grandes bancos conseguiam captar recursos no mercado de capitais por terem tradição e boa reputação, isto incentivou a formação de *holdings* bancárias e ampliou a concentração do mercado bancário.

Esse processo de reestruturação do mercado financeiro americano gerado, principalmente, pelas inovações financeiras ampliou o grau de instabilidade do sistema financeiro americano, sendo observadas situações de *credit crunch* (em 1966, 1969, 1974-75 e 1979-80). “*The credit crunch was the end product of the interaction between the high market determined deposit rates on CDs and the regulated deposit rates on time deposits*” (ISENBERG, 2006, p. 373). Na década de 1980 também foi observada uma grande crise das *Savings & Loans* e um grande número de falências bancárias. Segundo Reinhart e Rogoff (2008), 1400 *Savings & Loans* e 1300 bancos faliram nos Estados Unidos entre 1984 a 1991.

The rise in the number of bank failures in the 1980s had no single cause or short list of causes. Rather, it resulted from a concurrence of various forces working together to produce a decade of banking crises. First, broad national forces - economic, financial, legislative, and regulatory - established the preconditions for the increased number of bank failures. Second, a series of severe regional and sectoral recessions hit banks in a number of banking markets and led to a majority of the failures. Third, some of the banks in these markets assumed excessive risks and were insufficiently restrained by supervisory authorities, with the result that they failed in disproportionate numbers. (FDIC, 1997, p. 4).

A Figura 2 mostra o número de falências bancárias (bancos comerciais e bancos de poupança assegurados pela FDIC que foram fechadas ou receberam assistência do próprio FDIC) nos EUA, para o período que vai de 1934 a 1995. Através dessa figura torna-se claro que, a partir da década de 1980, os EUA apresentaram uma alta instabilidade financeira proveniente do mercado bancário.

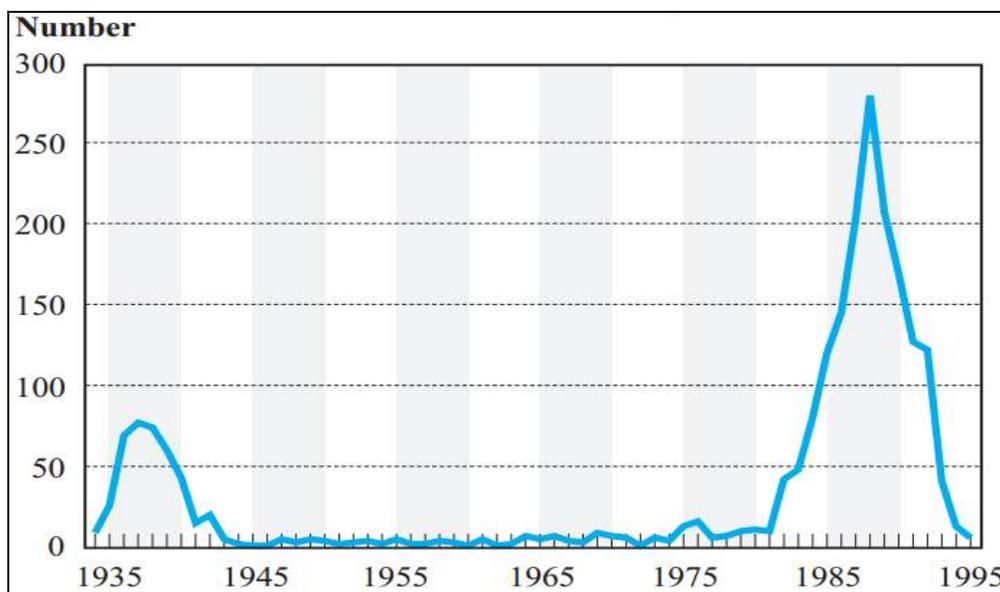


FIGURA 2 – Número de Falência Bancária nos EUA entre 1934-1995

Fonte: FDIC, 1997

Nota: Os dados se referem aos bancos comerciais e bancos de poupança assegurados pela FDIC que foram fechadas ou receberam assistência do próprio FDIC.

A ampliação do processo de desintermediação financeira ainda reduziu a capacidade de controle da oferta monetária pelo Fed, já que as ‘quase-moedas’ que foram criadas (contas NOW, ATS) não eram afetadas pelos recolhimentos compulsórios e tetos de juros (que eram os principais instrumentos de política monetária da época), o que ampliou ainda mais as pressões inflacionárias. Segundo Cargill (1983 *apud* HERMANN, 2002, p. 95), houve a

criação de um círculo vicioso no qual a inflação ampliava a desintermediação financeira, que alimentava a inflação, elevando o grau de fragilidade do sistema financeiro americano. Este processo gerou, ainda, uma gradativa redução da importância relativa do conjunto de ativos regulamentados (controlados por legislação) no balanço das instituições financeiras depositárias e uma expansão dos negócios no mercado de capitais⁵⁵, tendo como importante consequência a ampliação da obsolescência dos controles vigentes. Segundo Tymoigne (2009), o governo agiu fornecendo uma validação *ex-post* para as inovações financeiras através da modificação da sua estrutura de regulamentação financeira. Além disso, segundo o autor (2009, p. 2): “*in addition, financial institutions have become so big and intertwined, and financial innovations have become so complex, that it has become extremely difficult to regulate and supervise them properly, which has led to an increase in systemic risk*”.

Em síntese, as inovações financeiras desempenharam tanto uma função microeconômica, viabilizando as estratégias concorrenciais das instituições financeiras, quanto macroeconômica, já que atenuam o processo de elevação pró-cíclica das taxas de juros, servindo para ampliar o endividamento dos agentes econômicos e, com isto, ampliando a fragilidade patrimonial destes e elevando a instabilidade financeira no sentido minskyano. (CAGNIN, 2009). Além disso, as inovações financeiras do período também desempenharam um importante papel para o desenvolvimento do processo de desregulamentação financeira, dado que as inovações financeiras permitem que as instituições contornem a regulação imposta pelas autoridades regulatórias, provocando a obsolescência do arranjo institucional. Portanto, as inovações financeiras exerceram um papel central na reestruturação do sistema financeiro americano. A próxima seção irá apresentar como se deu o processo de desregulamentação financeira dos EUA.

⁵⁵ Exemplo disso é o fato do sistema financeiro dos EUA ter apresentado uma “(...) redução abrupta do segmento de empréstimo e crescimento vigoroso do segmento de ‘longo prazo’ entre 1982 a 1986” (LIMA, 1995, p. 34).

3.3 A DESREGULAMENTAÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO DOS EUA

A partir da década de 1970, devido o cenário macroeconômico interno e crises no sistema financeiro, começaram fortes pressões a favor da desregulamentação do sistema financeiro. Durante o governo do presidente Richard Nixon os primeiros passos foram dados com um amplo debate sobre regulação financeira, estrutura de mercado e competição. Este debate foi promovido pela Comissão Presidencial sobre a Estrutura Financeira e Regulação⁵⁶ (que ficou conhecida como *Hunt Commission*) e pela *House of Representatives Subcommittee on Financial Institutions, Supervision, Regulation, and Insurance* (conhecida como *FINE Study*) e teve como principal motivação a crise das *Savings & Loans*. A partir da década de 1980, com a ampliação do número de falências bancárias nos EUA (vide a Figura 2), a estrutura regulatória do sistema financeiro americano começou a se alterar efetivamente. Segundo FDIC (1997, p. 88), “*the early 1980s, after at least a decade of debate about restructuring the financial services industry, was dominated by movement toward deregulation*”.

É importante relacionar as alterações da estrutura regulatória com a mudança da mentalidade dos americanos em relação à intervenção do governo na economia. A partir da década de 1970, a intervenção do governo já era vista como um problema, com a solução para esse problema sendo a autoregulação pelo mercado, algo incentivado pelo neoliberalismo. Com o mandato do presidente Ronald Reagan (1981-1989), o neoliberalismo ganhou ainda mais força nos EUA. Segundo Tymoigne (2009), o próprio *slogan* do presidente Regan passou a ser ‘*the government is the problem*’. Nesse período, os participantes do sistema financeiro passaram a ser vistos como indivíduos com habilidades para operar no mercado financeiro, enquanto que o governo era visto como uma entidade sem *expertise* nessa atividade. Assim, o governo não deveria impor restrições sobre o que as pessoas deveriam fazer com seus recursos financeiros. Esta nova mentalidade favoreceu cada vez mais o avanço das políticas de liberalização financeira.

⁵⁶ As atribuições da *Hunt Commission* foram as seguintes: “*focus primarily on problems relating to commercial banks, mutual savings banks, savings and loan associations, credit unions, private pension plans and reserve life insurance companies. For these institutions, the Commission elected to study in detail their functional specialization, the effects of deposit rate regulations, chartering and branching, problems of deposit insurance, reserves and taxation, the effects of regulations on mortgage markets and residential construction, competitive problems and the framework of the financial regulatory agencies*” (Report of the President’s Commission on Financial Structure and Regulation, 1971 *apud* ISENBERG, 2006, p. 377).

O relatório ANBIMA (2011) apresenta os principais fatores que podem ser colocados como motivadores da implementação da política de liberalização financeira⁵⁷ nos EUA. São eles: i) a intenção de diminuir o ‘risco moral’ que o sistema prevalecente teria criado. O ‘risco moral’ seria decorrente da existência de instituições grandes demais para falir (*too big to fail*) e da criação dos seguros de depósitos. Este seguro teria removido o principal elemento de disciplina de mercado sobre o setor bancário, que é a possibilidade de ‘punição’ dos depositantes sobre os bancos ‘aventureiros’ com a retirada dos seus depósitos (com os seguros, os depositantes teriam perdido o medo de ficar sem seus depósitos pela garantia de saque do governo, mesmo com o banco emissor sobre falência). Além disso, livre da possibilidade de ‘punição’ por parte dos depositantes, os bancos poderiam buscar aplicações mais arriscadas, que lhes remuneram com juros maiores⁵⁸; ii) a concepção de que a intervenção pública no funcionamento dos mercados financeiros era excessiva e que tinha gerado uma série de consequências ao Sistema Financeiro dos EUA, tais como a criação de custos elevados de obediência e a redução da eficiência da operação desse mercado. Também “(...) alegou-se que o excesso de controles nos Estados Unidos prejudicava a competitividade das instituições financeiras norte-americanas nos mercados contestados internacionalmente” (ANBIMA, 2011, p. 14).

Os EUA adotaram o processo de liberalização financeira de forma gradual. Apenas em 1999, houve a autorização para que os bancos universais funcionassem. Entretanto, no que se refere à participação do Estado no setor financeiro, esse país é visto como o mais avançado no processo de liberalização financeira. Segundo Hermann (2002), os EUA também apresentam, entre os países desenvolvidos, o maior peso das instituições privadas em termos de oferta de fundos e poder de mercado. Para Isenberg (2006), o processo de liberalização financeira nos EUA foi fortemente apoiado pelos bancos comerciais e se iniciou com as propostas da *Hunt Commission* e da *FINE Study*. Essas comissões defenderam que o melhor tipo de instituição depositária para a economia americana seriam aquelas baseadas no mercado com produtos e

⁵⁷ O processo de liberalização financeira teve como base teórica o modelo Shaw-McKinnon. Este modelo, que foi criado a partir dos trabalhos de Shaw e McKinnon ambos em 1973, apresentava como principal fundamentação “(...) a necessidade de criar mecanismos institucionais internos para estimular a poupança, abrir o sistema financeiro nacional para o capital estrangeiro e eliminar a ‘repressão financeira’ ou outras restrições que inibissem o bom funcionamento dos mercados (*mark et clearing principle*)” (STUDART, 2005 *apud* CASTRO, 2008, p. 287).

⁵⁸ Segundo ANBIMA (2011), caso as aplicações mais arriscadas dos bancos dessem errado, o custo não recairia nem sobre os bancos (que estavam aplicando recursos dos depositantes) e nem sobre os depositantes (por ter o seguro sobre seu depósito). Assim, o custo recairia sobre os contribuintes, que eram os financiadores do seguro depósito.

serviços diferenciados. Desta forma, houve uma clara recomendação para que a proteção aos bancos comerciais e instituições de poupança, pela reforma financeira da década de 1930, fosse eliminada. Ainda foi proposto, por ambos os relatórios, que todas as instituições fossem sujeitas às mesmas exigências de reserva e que fosse criada uma isonomia tributária. Para que a concorrência entre as instituições depositárias fosse reconstruída, as comissões defenderam que o regulamento Q também fosse suprimido, ficando com o mercado a incumbência de determinar as taxas de depósito.

As restrições para a ampliação das redes bancárias interestaduais, que haviam sido implantada pela *McFadden Act* de 1927, também foram criticadas pelas comissões, assim como as restrições à entrada de novas instituições no mercado. Também havia uma forte recomendação para retirar do Fed a função de regulador do sistema financeiro, de tal forma que sua responsabilidade exclusiva fosse a condução da política monetária. As demais agências de regulamentação e supervisão também deveriam ser reestruturadas. Desta forma, ambos os relatórios defenderam uma ampla mudança no sistema financeiro americano, em que a regulação funcional imposta pela reforma financeira da década de 1930 deveria ser anulada. *“The changes proposed in both supported the creation of a financial sector in which participants would be actors in a prudentially regulated market that was imperfectly competitive rather than a functionally and prudentially regulated market”* (ISENBERG, 2006, p. 378). O resultado dessas comissões deu origem a um projeto de Lei que foi enviado em 1973 por Richard Nixon para o congresso, intitulado de *‘A Program for Reform of our Financial System’*. Neste projeto de Lei, Nixon praticamente decreta a inadequação da reforma financeira da década de 1930: *“the inflexibility of our financial system can be directly attributed to the methods used by the Government to direct credit flows – methods designed to meet the depressed economic conditions of the 1930’s but poorly suited to cope with the expansionary conditions of the past decade”* (ISENBERG, 2006, p. 378).

Os grandes bancos comerciais fizeram um forte *lobby* para a liberalização financeira, sendo os principais defensores da desregulamentação. Antes mesmo das duas comissões apresentarem os seus principais resultados, os bancos já haviam realizado investimentos nos tipos de ativos e nas atividades de mercado que as comissões ainda iriam propor. Assim, a liberalização financeira legitimaria as ações já tomadas pelos bancos, além de permitir a expansão do processo de inovação. (ISENBERG, 2006). Já as instituições de *Savings & Loans* foram contrárias a essa abordagem de regulação financeira proposta pelas comissões. Essas

instituições defendiam apenas que a reforma a ser implantada mantivesse os mercados segmentados, mas que ampliasse os ativos que elas pudessem investir⁵⁹. Após o projeto de Lei proposto pelo Nixon, propostas de reestruturação foram elaboradas em 1974, 1976, 1977 e 1979. Porém, as propostas eram tão profundas que isso gerou um forte entrave político. Só em 1980, com o agravamento dos problemas internos e da crise bancária, é que houve uma Lei mais efetiva em prol da desregulamentação com a *Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act* (DIDMCA).

Diversos autores (principalmente, os de viés heterodoxos) vêm apresentando contribuições a respeito dos principais impactos financeiros e macroeconômicos da política de liberalização financeira (tanto em países em desenvolvimento, quanto nos desenvolvidos). Com a adoção do processo de liberalização financeira nos países desenvolvidos, as instituições bancárias destes países passaram a apresentar um novo modo de operação e de organização, que foram caracterizadas pelas seguintes tendências:

(a) Diversificação de sua atividade: onde autorizada, esta passa, crescentemente, a incorporar operações de *underwriting*, corretagem e aquisição direta de títulos (para a carteira do próprio banco), típicas de bancos de investimento – na verdade, reincorporar, uma vez que essas operações já faziam parte das atividades normais dos bancos comerciais na grande maioria dos PD [Países Desenvolvidos], antes da regulamentação que deu origem aos sistemas financeiros segmentados; (b) Reorganização interna de sua forma de atuação: os empréstimos convencionais (operações bilaterais) são mantidos, basicamente, para o segmento de pequenos tomadores – sem condições (de escala e/ou reputação) para emitirem títulos próprios no mercado de capitais – tornando-se a intermediação de *securities* e os empréstimos sindicalizados (organizados por um consórcio de bancos) as principais formas de operação com as grandes empresas; (c) Desenvolvimento de dois novos tipos de instrumentos financeiros pelos bancos: instrumentos de captação e aplicação de recursos, alternativos aos tradicionais depósitos e empréstimos, muitos deles mantidos fora do balanço das instituições (“off-balance sheet”); e instrumentos de *hedge*, através de operações em mercados futuros de ativos. (HERMANN, 2002, p. 82).

Hermann (2009) acrescenta que a liberalização é, por natureza, instabilizadora, por tornar os mercados excessivamente expostos ao otimismo ou pessimismo espontâneo dos agentes financeiros. Kaminsky e Reinhart (1999) apresentaram uma vasta evidência empírica de que

⁵⁹ As *Savings & Loans* estavam propondo expandir os ativos que poderiam investir para que fosse construída uma espécie de ‘centro de financiamento familiar’, que incluiria empréstimos ao consumo e à habitação. “By including consumer finance in their portfolio, they could enter the short end of the market which would diversify their holdings and introduce them to a new expanding part of the credit market” (ISENBERG, 2006, p. 379).

existe uma forte ligação entre crises bancárias e a liberalização financeira. Os autores estudaram 26 crises bancárias e observaram que em 18 situações de crises os países haviam recentemente adotado o processo de liberalização financeira. *“In the 1980s and 1990s most liberalization episodes were associated with financial crises of varying severity. Only in a handful of countries (for instance, Canada) did financial sector liberalization proceed smoothly”* (REINHART; ROGOFF, 2008, p. 23). Uma regulação inadequada e a falta de supervisão são os principais fatores que explicam o porquê do processo de liberalização financeira ampliar a possibilidade de crises bancárias, algo que afeta tanto os países desenvolvidos como os em desenvolvimento. (REINHART; ROGOFF, 2008).

A Figura 3 traça uma relação entre a mobilidade de capital e a incidência de crises bancárias para um amplo período que vai de 1800 a 2008, para todos os países. Pela Figura, observa-se que nos períodos em que a mobilidade de capital aumenta há uma maior incidência de crises bancárias nos países. A Figura 3 também demonstra que a partir da década de 1980, quando se iniciou um avanço das políticas de liberalização financeira em diversos países, a mobilidade de capitais e a incidência de crises bancárias mostraram uma forte tendência de alta. A Figura 2 já havia demonstrado a mesma situação levando-se em consideração apenas os EUA, o que deixa claro que o processo de liberalização financeira nos EUA também foi acompanhado de maior instabilidade financeira.

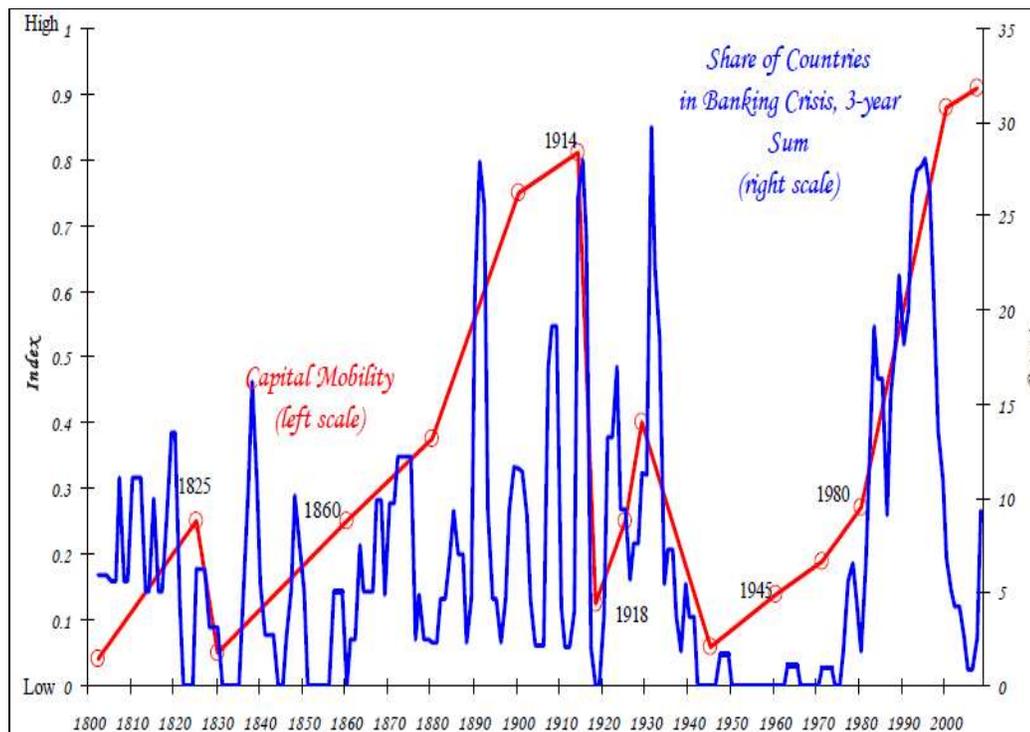


FIGURA 3 – A mobilidade de capital e a incidência de crises bancárias (1800-2008)

Fonte: REINHART; ROGOFF, 2008.

Nota: A amostra inclui todos os países. Reinhart e Rogoff (2008) apresentam uma lista com todas as crises datadas para o período da amostra no apêndice II do seu trabalho.

A política de liberalização financeira tem gerado uma série de mudanças no sistema financeiro americano, sendo observadas, principalmente, as seguintes tendências: i) a ampliação do processo de desintermediação financeira; ii) a liberação das taxas de juros e de câmbio (ou seja, na eliminação dos controles sobre estas duas variáveis), além da maior abertura dos mercados bancário e de capitais a fluxos externos; iii) a desregulamentação financeira, que é “caracterizada pela gradual eliminação de barreiras legais à atuação de bancos comerciais e outras instituições financeiras (até então) especializadas, para operarem em diversos segmentos do mercado financeiro doméstico e internacional” (HERMANN, 2001, p. 1). O processo de liberalização financeira tem ampliado o processo de desregulamentação por diminuir as responsabilidades dos reguladores (um grande número de regras foi eliminado dos seus estatutos) e por ter ampliado o espaço de decisão privada. A próxima subseção apresentará as etapas do processo de desregulamentação financeira no EUA.

3.3.1 As etapas do processo de desregulamentação do sistema financeiro americano

A desregulamentação do sistema financeiro dos EUA foi efetivamente implementada gradualmente a partir da década de 1980, em que importantes leis e a adesão ao Acordo de Basileia (em 1988) modificaram a estrutura financeira dos EUA. “*The deregulation aspect of these legislative Acts stripped most of the functional regulation out of the sector and modified some of the prudential regulations. Overall, the motivation was to rely more upon market decision-making for financial asset prices and quantities and less upon regulator decision-making*” (ISENBERG, 2006, p. 380). O primeiro passo para tal se deu com a *Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act* (DIDMCA) de 1980.

A DIDMCA foi formada por duas leis: a *Deregulation and Monetary Control Act* (DMCA, Lei de Desregulamentação e Controle Monetário) de 1980 e pela *Depository Institutions Act* (DIA, Lei das Instituições Depositárias) de 1982. Ela foi elaborada para lidar com os problemas financeiros observados nos EUA na década de 70 (tais como os episódios de *credit crunch*, as falências bancárias e a crise nas *S&Ls*), tendo como objetivos centrais a recuperação da capacidade de controle monetário pelo Fed e a desregulamentação do sistema financeiro por meio da eliminação de parte da regulação financeira que era considerada ineficaz ou prejudicial. Em relação à recuperação do controle monetário pelo Fed, as principais medidas tomadas foram as seguintes: exigência de padrões de reserva para todas as instituições depositárias, o que estendeu o controle do Fed de 5.500 instituições para mais de 40 mil instituições depositárias. As consideradas ‘quase moedas’ também foram sujeitas à exigência de reserva; expansão das operações de redesconto para todas as instituições que recolhiam depósito compulsório, e; ampliação do seguro de depósito de US\$ 40 mil para US\$ 100 mil por depósito.

A desregulamentação do sistema financeiro americano objetivava a ampliação da concorrência entre as instituições financeiras depositárias, algo que seria alcançado, principalmente, pela autorização para que todas as instituições depositárias pudessem oferecer serviços de conta corrente, *NOW accounts* e equivalentes (FDIC, 1997); e pelo aumento do número de instituições operando no mercado. Com isto, houve um rápido aumento de concessões de cartas-patentes – que valiam tanto para as operações de fusão e aquisição entre

bancos, quanto para a entrada de bancos estrangeiros no mercado americano – no início da década de 1980⁶⁰.

Entre as principais medidas de desregulamentação financeira pelo DMCA e DIA, destacam-se: i) a redução gradual das alíquotas do recolhimento compulsório sobre depósitos, algo que seria completado até 1987, e a sua unificação a todas as instituições depositárias federais; ii) a remoção gradual dos tetos de juros dos depósitos (a ser complementada até 1986) e aumento dos tetos durante o período de transição. “*The removal of the ceilings was meant particularly to increase depository institutions’ ability to compete against money market mutual funds, but the ceilings were also attacked for penalizing small savers who did not have access to instruments through which they could obtain market rates*” (FDIC, 1997, p. 92). Isto fez com que a Lei fosse considerada também pró-consumidor; iii) a ampliação do leque de instrumentos de captação e de aplicações⁶¹ permitidas às instituições financeiras depositárias, além de um aumento do limite máximo de empréstimo dos bancos a um único tomador – que passou de 10% para 15% do ativo do banco, podendo ainda ser estendido para 25% caso o novo empréstimo fosse garantido por ativos de alta liquidez; iv) a expansão dos empréstimos de liquidez junto ao *Federal Reserve* para todas as instituições depositárias; v) a regularização e inclusão na cobertura do seguro de depósito da FDIC das contas NOW, ATS e das cooperativas de crédito, e; vi) extinção das Leis de usura estaduais relativas a vários tipos de empréstimos. (FDIC, 1997).

Segundo Hermann (2002, p. 101), “(...) ao instituir isonomia entre instituições bancárias e não-bancárias, estaduais e nacionais, quanto às exigências de recolhimento compulsório; ao eliminar gradualmente os tetos de juros; e ao ampliar o leque de operações ativas e passivas ao alcance das IFD [instituições financeiras depositárias]”, a DMCA e a DIA alcançaram o objetivo de aumentar o grau de competição do mercado. Entretanto, a eficiência do setor não foi ampliada e ao longo da década de 1980 o número de falências bancárias (principalmente, o número de falência das *S&L*) aumentou consideravelmente. Em grande parte, a piora das condições da *S&L* se deu em decorrência da própria DIDMCA que eliminou gradualmente os tetos sobre as taxas de juros dos depósitos. Como as *S&L* eram especializadas nas operações

⁶⁰ Entretanto, com a ampliação do número de falências bancárias durante a década de 1980 (vide a Figura 2), a OCC passou a adotar mais cautela de cartas patente bancárias. Isto reduziu a criação de bancos a partir de 1986.

⁶¹ As instituições financeiras depositárias passaram a ter a permissão de operarem com todo tipo de crédito comercial, aquisição de *commercial papers*, crédito imobiliário, administração de cartões de crédito e outras operações no mercado monetário – que eram monopolizadas pelas instituições financeiras e fundos mútuos de investimento.

de empréstimos hipotecários de longo prazo e possuíam diversos contratos que cobravam uma taxa de juros fixa e baixa, a retirada do teto de juros fez com que eles ficassem com o passivo mais custoso e com prazos menores do que seus ativos. (CINTRA, 1997). Assim, houve uma ampliação do número de *S&L* apresentando problemas de liquidez e de solvência⁶².

Com o intuito de ampliar ainda mais a concorrência entre as instituições depositárias e de reduzir os problemas observados com as *S&Ls*, o *Garn-St Germain Act* foi assinada em 1982 e teve um forte apoio do *lobby* das instituições de poupança. Esta Lei criou uma série de medidas como: ampliação das possibilidades de operações das *S&Ls* ao permitir que algo em torno de 5% dos seus ativos pudesse ser investido em empréstimos comerciais (*commercial real estate, commercial loans e leasing*); permissão para que as *S&Ls* pudessem investir até 30% dos seus ativos em empréstimos ao consumidor e autorização para investir em títulos de receita do governo estadual e local. (FDIC, 1997); revisão das regras sobre credor e tomador de empréstimo por bancos nacionais. “*Garn-St Germain increased the limit on loans to one borrower from 10 percent of a bank’s capital to 15 percent (for unsecured loans). The limit could be extended another 10 percent if the additional loans were secured by readily marketable capital*” (FDIC, 1997, p. 94); remoção de restrições legais sobre empréstimos imobiliários por parte dos bancos nacionais⁶³, dando a OCC a autoridade para definir as regras no futuro.

Esta Lei também alterou a forma com que as instituições reguladoras poderiam lidar com as instituições depositárias problemáticas ao ampliar os poderes do FDIC e do *Federal Savings and Loan Insurance Corporation* (FSLIC) para ajudar essas instituições. “*The legislation gave regulators the authority to make a loan to a failing institution, make a deposit in such an institution, purchase its assets, purchase securities it had issued, and assume its liabilities*” (FDIC, 1997, p. 95). Porém, houve um aprofundamento da crise das *S&Ls*.

⁶² Esta discussão será aprofundada na seção 3.5.1 (um panorama do mercado imobiliário norte-americano).

⁶³ “*The more significant of these restrictions had imposed maximum loan-to-value ratios for real estate loans under certain conditions, had required that certain kinds of real estate loans provide for amortization of the entire principal within 30 years, and had set aggregate limits on real estate loans*” (FDIC, 1997, p. 95).

(...) A tentativa de reduzir as barreiras competitivas criou novas dificuldades, pois as S&Ls financiaram projetos com inadequado fluxo de caixa, principalmente em operações especulativas relacionadas a investimentos imobiliários para fins comerciais (*commercial real estate*), entraram no mercado de bônus de elevado risco (*junk bonds*), etc. (...) A fim de permanecer líquidas, as instituições com problemas tentavam atrair depósitos oferecendo elevadas taxas de juros. Essa prática ampliou os custos dos depósitos enfraquecendo ainda mais essas instituições. (CINTRA, 1997, p. 226).

Em 1987, a *Competitive Equality Banking Act* (CEBA) foi aprovada com o principal objetivo de resolver os principais problemas na indústria bancária e de poupança. Segundo FDIC (1997), o motivo principal para a aprovação da CEBA era ajudar a FSLIC, que estava se deteriorando. Para tal, a CEBA forneceu a quantia de 10.875 bilhões de dólares para recapitalizar o fundo da FSLIC. Além disso, a CEBA criou um programa de tolerância para determinadas instituições de poupança bem gerenciadas, além de ter adotado uma regulação mais rígida para as demais instituições de poupança (foi exigida uma contabilidade mais rigorosa, uma maior avaliação, normas, etc). “*As originally written, CEBA would have granted Banks additional powers in securities, insurance, and real estate, but in its final form it created a comprehensive – albeit temporary – moratorium on federal regulators. ability to grant those powers*” (FDIC, 1997, p. 88). A ideia inicial era conceder a moratória apenas temporariamente para dá tempo do Congresso discutir formas de ampliar os poderes dos bancos e das instituições de poupança, entretanto a crise do setor bancário fez com isso se tornasse uma questão apenas secundária para o Congresso americano. A CEBA, com o intuito de incentivar a aquisição de instituições falidas ou em processo de falência, expandiu e tornou permanentes as medidas de aquisição interestadual de emergência que tinha sido adotada na *Garn-St Germain Act*.

Tanto os bancos, quanto as S&Ls não conseguiram se adaptar bem às mudanças trazidas com o processo de desregulamentação financeira⁶⁴. Segundo FDIC (1997), embora a tendência fosse a de manter a desregulamentação, com o avanço da deteriorização da situação das instituições depositárias, as medidas tomadas pelo legislativo passaram a ter como foco a recapitalização dos fundos de seguro de depósito e a ampliação dos poderes das agências reguladoras. Para tal, os EUA aderiram ao Acordo de Basiléia I e criou duas outras Leis: a

⁶⁴ “*In the case of the S&Ls, the deregulation that they as an industry had not supported pushed them towards collapse. As for the banks, they had welcomed deregulation and the chance to innovate, but the vagaries of markets, lemon loans, high-risk gambles and some fraud also pushed them to the brink*” (ISENBERG, 2006, p. 381).

Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act (FIRREA, Lei de Reforma, Recuperação e Execução das Instituições Financeiras) em 1989 e a *Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act* (FDICIA, Lei de Melhoria da Entidade Federal de Seguro de Depósito) de 1991. Estas medidas foram elaboradas a partir da visão de que os problemas bancários eram decorrentes de uma inadequada estrutura de regulação e de supervisão financeira.

O processo de desregulamentação financeira avançou com os EUA aderindo ao Acordo de Basileia I em 1988⁶⁵. Os EUA, desde a década de 1970, já operava sob regras de capital mínimo⁶⁶. Desta forma, a mudança que ocorreu com a adesão do Acordo de Basileia se deu pelo fato do requerimento de capital também passar a ser ponderado pelo risco dos ativos. Do ponto de vista operacional, após a adesão ao Acordo de Basileia, os reguladores federais americanos passaram a calcular o capital mínimo pelos dois critérios (o incidente sobre o ativo total sem ponderação e o da regra de Basileia – 8% sobre o ativo ajustado ao risco) e adotavam o que apresentava o maior nível de capital, em termos absolutos. Isto gerava prejuízos para os bancos que operavam mais alavancados e com ativos de alto risco. Como uma forma de se livrar dessa penalidade, tal como já discutido, os bancos passaram a mover ativos e passivos para fora de seus balanços – o que criou a arbitragem regulatória e contribuiu também para a formação do sistema bancário paralelo (à sombra) nos EUA.

Na concepção da FIRREA, o Congresso concordou em aplicar uma abordagem mais sistêmica para resolver os problemas das S&Ls. A FIRREA promoveu uma significativa reestruturação da regulação das instituições de poupança ampliando a autoridade dos reguladores bancários. Ao FDIC foi dada a autoridade para garantir mais rapidamente a cobertura de seguro, para encerrar bancos assegurados, para suspender temporariamente o seguro de depósito de um banco sem capital tangível e para exigir das *holdings* bancárias, bancos e das S&Ls o ressarcimento parcial de suas despesas com o salvamento de subsidiárias destas empresas. (FDIC, 1997). Dentre as principais medidas da FIRREA tem-se a criação do *Savings Association Insurance Fund* (SAIF), em substituição da FSLIC que estava falida, para (sob a administração do FDIC) prover seguros de depósito para as S&Ls. Foi criado também um seguro de depósito exclusivamente para os demais bancos (*Bank Insurance Fund* – BIF),

⁶⁵ Uma análise mais aprofundada sobre os Acordos de Basileia foi realizada no capítulo 2.

⁶⁶ “5,5% do ativo total, exigido pelo Fed e OCC para os bancos sob sua jurisdição (federal) e de 6%, exigido pela FDIC, para seus bancos assegurados” (HERMANN, 2002, p. 105).

também sob a administração do FDIC. O próprio FDIC foi recapitalizado por meio de um empréstimo do Tesouro de US\$ 70 bilhões e houve um aumento dos prêmios de seguros que os bancos e S&Ls tinham que pagar ao FDIC. A FIRREA também criou o *Resolution Trust Corporation* (RTC), que teria a função de liquidar as 600 S&Ls que estavam insolventes, e um novo regulador para as instituições de poupança, o *Office of Thrift Supervision* (OTS). A OTS substituiu o *Federal Home Loan Bank Board* (FHLBB), que foi abolido. Essa Lei também impôs novas regras de ativos e passivos para instituições de poupança, ao estabelecer que 70% dos empréstimos das S&Ls fossem direcionados a investimentos imobiliários familiares, proibindo os investimentos em títulos de alto risco, etc. Houve também a ampliação das penalidades para empréstimos fraudulentos. (CINTRA, 1997; FDIC, 1997; ISENBERG, 2006). Segundo Isenberg (2006, p. 381), “*the shape of the new S&L looked very similar to the pre-deregulation S&L*”.

Já o FDICIA começou com a grande ambição de revogar a *Glass-Steagall* e reestruturar o setor bancário. Entretanto, segundo FDIC (1997), o FDICIA efetivamente gerou mudanças muito mais restritivas, servindo para reformar o sistema federal de seguro de depósito – através da recapitalização do *Bank Insurance Fund* (BIF) e ampliando a capacidade do FDIC de contrair empréstimos do Tesouro para cobrir as perdas com seguros (ampliando de 5 bilhões para 30 bilhões de dólares) – e estendendo aos bancos o que a FIRREA havia fornecido às instituições de poupança, que foi regulação, mais supervisão e fiscalização. Desta forma, para resolver os problemas de regulação e de supervisão, essa Lei adotou algumas medidas. Uma importante medida tomada foi a criação de atuação preventiva pelo FDIC através da ‘ação corretiva imediata’ (*prompt corrective action*), que exigiu que este órgão desenvolvesse cinco categorias de capitalização para as instituições, com cada categoria possuindo percentuais crescentes de prêmio de seguro. Estas categorias se dariam como graus, com o maior pertencendo às instituições bem capitalizadas e o menor às instituições criticamente descapitalizadas. Assim, caso as instituições apresentassem uma deteriorização (diminuindo de categoria), o FDIC tomaria medidas cada vez mais severas, que iriam desde a restrição a certas atividades até ao fechamento das instituições criticamente descapitalizadas. (FDIC, 1997). Outra importante medida, que ampliou a supervisão financeira, foi a criação de auditorias anuais nas instituições financeiras depositárias pelo FDIC. O FDICIA também ampliou a atuação do Fed. O FDICIA ainda:

Limitou os empréstimos de última instância do Fed a bancos “criticamente subcapitalizados” ao prazo máximo de cinco dias, imputando ao Fed a responsabilidade de ressarcir a FDIC por eventuais futuros prejuízos com estes bancos. Restringiu as possibilidades de adoção da política de “too big to fail”, que orientou grande parte das operações de salvamento dos anos 1970-80. Nesta, as IFD “eleitas”, devido ao grande porte de suas operações, tinham seus passivos integralmente cobertos (e não limitados ao teto de cobertura da FDIC) por recursos do Fed, da FDIC ou mesmo do Tesouro Nacional. Deu poderes ao Fed para fiscalizar e, eventualmente, vetar as operações de bancos estrangeiros nos EUA, com base na Lei de Reforço da Supervisão dos Bancos Estrangeiros (Foreign Bank Supervision Enhancement Act – FBSEA), inscrita na FDICIA. (HERMANN, 2002, p. 106).

Segundo Hermann (2002, p. 107), “a atuação dos reguladores financeiros com base na FIRREA e na FDICIA foi capaz de reverter o quadro de crise bancária que marcou a década de 1980 nos EUA, impondo um ajuste recessivo ao setor bancário”. Entretanto, o setor bancário só retornou a apresentar um índice de falência de um dígito a partir de 1994. Além disso, a adequação dos bancos às novas exigências trazidas com o Acordo de Basileia e das provisões dos bancos para cobrir empréstimos de difícil recuperação levaram a uma crise de crédito e a uma recessão econômica no período 1990-92.

Com o fim da crise bancária, as duas Leis promulgadas em 1994 tiveram o objetivo central de eliminar as exigências regulatórias que eram consideradas muito onerosas às instituições depositárias. Assim, essas Leis aprofundaram o processo de desregulamentação financeira. Segundo Pânico *et al* (2013, p. 15), “*the first signs of this process were the cuts in the resources attributed to the supervisory authorities, the relaxation of some administrative controls and other occurrences generated by the emergence of a more favourable attitude towards the financial sector*”. A primeira das duas leis, a *Riegle Community Development and Regulatory Improvement Act* (CDRI Act), incluía questões bem abrangentes e implicou na revisão e eliminação de regulamentos considerados obsoletos e duplicados. (FDIC, 1997). Esta Lei também exigia que as agências de regulação bancárias criassem uma maneira de permitir que as instituições financeiras recorressem das decisões regulamentares e criasse um órgão de ouvidoria. “*Over the next two years, as a result of the regulatory improvement provisions of the CDRI Act, many agency regulations were abolished or altered*” (FDIC, 1997, p. 129). Já a segunda Lei, a *Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency*

Act (Riegle-Neal Act), removeu as restrições à expansão geográfica das filiais interestaduais⁶⁷, o que permitiu que os bancos pudessem formar uma rede nacional de filiais em todos os estados. Com isto, segundo Cintra (1997), esta medida possibilitou a criação de um ativo mercado de controle corporativo bancário, além de ter ampliado os mercados potenciais para depósitos, empréstimos e outros serviços financeiros. Desta forma, a Lei contribuiu para a expansão da concorrência entre os bancos pré-existentes. Esta Lei também permitiu que os bancos estrangeiros pudessem estabelecer e operar filiais interestaduais, seja por aquisição ou por fusão. (FDIC, 1997). Já em 1996, uma importante medida foi a decisão do Fed de permitir os bancos de usarem *Credit Default Swaps* (CDS) para reduzir a necessidade de reservas de capital. (PANICO *et all*, 2013).

Em 1999, houve um aprofundamento do processo de desregulamentação financeira com a Lei de Modernização Financeira (a Gramm-Leach-Bliley Act, GLBA), que revogou a essência do *Banking Acts* e parte da Lei das *Holdings* Bancárias. É importante salientar que já em 1998 o *Citicorp*, que era uma grande *Holding* Bancária, havia anunciado uma fusão com a *Travelers Insurance*, formando o *Citigroup*. Esta fusão foi aprovada pelo *Federal Reserve* e o *Citigroup* formou um megaconglomerado na área de serviços financeiros que incluía operações bancárias, de crédito, banco de investimento, corretora de valores mobiliários, atividades de seguros e etc. Esta fusão não era permitida pela regulamentação que estava em vigor, o que significa que ela foi feita em antecipação da Lei que estava sendo discutida no Congresso e que a aprovação da GLBA serviu para legitimar esse plano de fusão. (MAHON, 2013).

Ainda em 1998, outras fusões e aquisições foram realizadas, o que ampliou ainda mais o processo de concentração financeira nos EUA. Dentre outras, neste período houve a fusão do *Nations Bank* com o *Bank America*, que criou o segundo maior grupo financeiro do país; a fusão do *Banc One* com o *First Chicago*; a aquisição da *Green Tree Financial* pela *Conseco*, que era um grupo de seguros. Segundo Cintra e Freitas (2000), este processo de fusões e aquisições faz parte de um movimento de reestruturação do sistema financeiro americano, que se iniciou na primeira metade da década de 1980, que consolidou a formação dos ‘supermercados de serviços financeiros’ (*full-service banking*). Ainda segundo estes autores, a concentração do capital no setor financeiro com a formação dos megaconglomerados

⁶⁷ “Like the reform of Glass-Steagall, the removal of restrictions on interstate banking and branching had frequently appeared on the policy agenda during the 1980s and early 1990s but had never been enacted” (FDIC, 1997, p. 129).

contribuiu para elevar o risco sistêmico – por potencializar o grau de exposição ao risco e por acelerar a propagação dos distúrbios – e estimulou o risco moral, por ter criado instituições que se consideram ‘grandes demais para falir’, de tal forma que assumem mais riscos. Além disso, a formação dos megaconglomerados prejudicou a capacidade de controle e de fiscalização das autoridades de supervisão financeira, que, em geral, são especializadas. (idem, 2000).

Para justificar a substituição da Lei Bancária pela GLBA foi alegado “(...) que a simbiose entre os diferentes serviços financeiros iria aumentar a renda para prestadores de serviços financeiros, bem como diminuir os riscos assumidos pelas instituições maiores” (KREGEL, 2011, p. 8), além do fato de que nenhum outro país tinha uma regulação tão restritiva quanto a Lei Bancária, o que prejudicava a competitividade das instituições financeiras americanas. A substituição da Lei Bancária pela GLBA, fez com que o aparato de supervisão financeira se tornasse relativamente obsoleto. Pois a GLBA⁶⁸ (ao extinguir a classificação de títulos elegíveis e não-elegíveis, bem como os limites de receita de operações específicas sobre a receita total de subsidiárias) foi responsável pela criação da *holding financeira* – figura jurídica autorizada a operar em todos os segmentos do mercado financeiro. Segundo Mahon (2013), a *holding financeira* nada mais era do que uma extensão do conceito de uma Companhia de *Holding Bancária* por obter subsidiárias envolvidas em diferentes atividades financeiras. As operações da *holding financeira* se dariam via captações de curto e longo prazo, através de subsidiárias específicas (bancos comerciais, financeiras, S&Ls, bancos de investimento e companhias de seguro), nos mercados de crédito, de capitais e de seguros. “Now the FHC [*Financial Holding Company*] can underwrite and deal securities as well as accept deposits and underwrite insurance” (ISENBERG, 2006, p. 382). Desta forma, a segmentação entre atividades de banco comercial e de banco de investimento foi rompida com a GLBA.

Para Mahon (2013), a GLBA, como revogou a essência do *Banking Acts* e parte da Lei das *Holdings Bancárias*, teve que criar nova regulamentação para as FHCs. Com este objetivo, a

⁶⁸ “A GLBA instituiu nos EUA um modelo de ‘banco universal’, semelhante, em termos operacionais, ao vigente na maior parte da Europa e dos PMD [países menos desenvolvidos], mas distinto em estrutura. Ao contrário do modelo convencional, que permite aos bancos comerciais operarem diretamente com ativos no mercado de capitais, no caso americano o acesso a diferentes segmentos do mercado só é permitido através da formação de uma *holding financeira* e da constituição de subsidiárias com fins específicos”. (HERMANN, 2002, p. 110). Entretanto, é importante salientar que a proibição de controle acionário de empresas não-financeiras por bancos foi mantida.

GLBA impôs restrições entre mercados (*cross-marketing*) para impedir que um banco e uma filial não bancária de um FHC comercializassem os produtos ou serviços de outra entidade. A Lei também criou limitações de tamanho para as subsidiárias financeiras dos bancos⁶⁹. A responsabilidade de regular e supervisionar as FHCs recaiu sobre o Fed. Entretanto, o Fed iria supervisionar apenas a organização consolidada, enquanto as subsidiárias das FHCs seriam supervisionadas pelos Estados e autoridades federais apropriadas. “*The law thus kept in place the existing regulators for financial subsidiaries of FHCs, but gave the Fed the role of ‘umbrella supervisor’*” (MAHON, 2013, p. 2).

O contraste entre a organização industrial do setor financeiro e a estrutura regulatória se tornou fonte de ineficiência para ambos os lados: as instituições estariam sujeitas a múltiplos estatutos regulatórios, enquanto a fragmentação do aparato regulatório favorecia não apenas a arbitragem regulatória, como, especialmente, o surgimento de áreas de atuação que não eram cobertas por qualquer espécie de supervisão, verdadeiros buracos negros em termos de regulação e supervisão, fraqueza que se revelou de modo dramático na crise financeira de 2007/8. (ANBIMA, 2011, p. 15).

Além de gerar uma ineficiência regulatória, a GLBA – ao intensificar o processo de fusões e aquisições que se deu em função das formações das FHCs – reforçou ainda mais o processo de concentração do setor financeiro americano. A GLBA, segundo Tymoigne (2009), ainda ampliou o grau de fragilidade financeira das companhias financeiras, bem como ampliou o risco sistêmico. Isto por ter legalizado a crescente diversificação das atividades financeiras realizadas pelas companhias financeiras, que não estavam familiarizadas com essas atividades.

A última etapa do processo de desregulamentação financeira se deu com a criação da *Commodity Futures Modernization Act* de 2000 e com a *Consolidated Supervised Entities Program* de 2004 pela SEC.

Commodity Futures Modernization Act objetivou definir a responsabilidade regulatória da SEC e da *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC), entretanto ela acabou removendo regulação de algumas transações de *swap* de ambas as comissões.

⁶⁹ “*At the time the law went into effect, the total assets of the financial subsidiaries of a national bank were limited to the lesser of \$50 billion or 45 percent of its total assets*” (MAHON, 2013, p. 2).

The [Securities and Exchange] Commission is prohibited from registering, or requiring, recommending, or suggesting, the registration under this title of any security-based swap agreement [...] The Commission is prohibited from (A) promulgating, interpreting, or enforcing rules; or (B) issuing orders of general applicability; under this title in a manner that imposes or specifies reporting or recordkeeping requirements, procedures, or standards as prophylactic measures against fraud, manipulation, or insider trading with respect to any security-based swap agreement. (TYMOIGNE, 2009, p. 4-5).

Em relação a CFTC, a *Commodity Futures Modernization Act* retirou de sua responsabilidade regulatória as *commodities* não agrícolas envolvidas nas transações de swap das instituições financeiras. Assim, os *Credit default swaps* (CDS) e os *equity default swaps* (EDS) não são regulados pela CFTC, o que os deixa completamente sem regulação por agências federais.

Já a *Consolidated Supervised Entities Program* de 2004, que foi criado pela SEC, gerou uma regulação voluntária ao permitir que os grandes bancos de investimento (aqueles com capital líquido maior do que 5 bilhões dólares) detessem menos capital em reserva e aumentassem a sua alavancagem. Diversos autores identificam essa mudança pela SEC como uma das causas da crise de 2007-2008, isto ao observarem a grande ampliação da alavancagem pelos grandes bancos de investimento americano: Bear Stearns, Goldman Sachs, Lehman Brothers, Merrill Lynch, and Morgan Stanley.

Segundo o FDIC (1997), ao se analisar o período que vai de 1980 a 1994, há claramente uma enorme mudança legislativa e regulamentar que aconteceu simultaneamente no Congresso, nas agências reguladoras federais e nos Estados. E, apesar de parte desse movimento oras se sobrepôr e oras ser contrastante, no início da década de 1980, com a aprovação da DIDMCA e da *Garn-St Germain*, o processo de desregulamentação financeira foi dominante. Com a evolução da crise bancária e da crise das S&Ls, o foco passou a ser a re-regulamentação, algo que ficou evidente com a promulgação da FIRREA e da FDICIA. Já partir de 1994, com o fim da crise bancária e das S&Ls, o processo de desregulamentação voltou à tona com a aprovação da CDRI Act e da *Riegle-Neal Act*. A GLBA em 1999 e a *Commodity Futures Modernization Act* de 2000 aprofundaram ainda mais o processo de desregulamentação. Com isto, observa-se que o período que vai de 1994 a 2000 apresentou uma forte tendência a favor da desregulamentação, processo que foi acompanhado de uma concentração do setor financeiro – algo que estimulou o risco moral e ainda contribuiu para ampliar o risco sistêmico – e da ampliação do processo de desintermediação financeira. Assim, o período que

vai de 1980 a 2000 é marcado por uma série de Leis que eliminaram com as características do sistema financeiro americano que foram criadas com a reforma financeira de 1930 – eliminando, principalmente, a segmentação do mercado financeiro e a regulamentação e supervisão mais rígida às instituições financeiras depositárias. Para Minsky (1986), com o processo de desregulamentação financeira, a economia americana se transformou de uma estrutura que poderia ser caracterizada como ‘robusta’ para uma estrutura ‘frágil’, tornando-se mais propensa a situações de crises financeiras.

CAPÍTULO 4: A CRISE DO SUBPRIME E A INSTABILIDADE FINANCEIRA GLOBAL

4.1 ANTECEDENTES: O GLOBAL SHADOW BANKING SYSTEM (GSBS)

As mudanças provenientes do processo de desregulamentação financeira (com a regulação sendo cada vez mais baseada no mercado) e da ampliação do processo de desintermediação geraram uma mudança na natureza da atividade bancária. Os bancos passaram a buscar cada vez mais alternativas para se livrar do que é informalmente denominado de ‘impostos regulatórios’ (*‘regulatory taxes’*), que são os custos bancários decorrentes dos pagamentos de prêmios de seguros de depósitos ao FDIC, de requerimentos de capital e de restrições regulatórias sobre as suas carteiras (SANCHES, 2014). Isto ampliou ainda mais o processo de arbitragem regulatória. Ou seja, os bancos – com a intenção de ampliar a sua alavancagem e, desta forma, o volume de crédito⁷⁰ – passaram a retirar parte dos seus ativos (e, como isto, os riscos) dos seus balanços para que não fosse necessário, principalmente, ter que reservar recursos para atender aos coeficientes de capital requeridos pelos Acordos de Basileia. Para tal, “(...) os bancos comerciais (ou universais com carteiras comerciais) desenvolveram e passaram a negociar, em grandes volumes, nos opacos e desregulamentados mercados de balcão, duas inovações financeiras – os ‘produtos estruturados’⁷¹ e os derivativos de crédito⁷²” (FARHI; PRATES, 2012, p. 91-92).

Esta mudança na atuação dos bancos, aliada a um ambiente de taxas de juros historicamente baixas, proporcionou o desenvolvimento do modelo denominado ‘originar e distribuir’ – que consiste na formação e colocação de títulos lastreados nos créditos concedidos. Este modelo, que se refere a uma nova forma de organização das operações bancárias, foi fruto do processo

⁷⁰ Os bancos universais presentes nos EUA expandiram agressivamente o volume de crédito concedido a partir dos anos de 2000. Para exemplificar, o volume de crédito no segmento imobiliário mais do que dobrou de 2000 a 2006, saltando de US\$ 4,8 trilhões para cerca de US\$ 10 trilhões (FARHI, 2011).

⁷¹ Produtos estruturados são “instrumentos resultantes da combinação de título representativo de um crédito (debêntures, títulos de crédito negociáveis, hipotecas, dívida de cartão de crédito, empréstimos corporativos etc.) e do conjunto dos derivativos financeiros (futuros, termo, swaps, opções e derivativos de crédito), qualquer que seja seu ativo subjacente” (FARHI; CINTRA, 2008, p. 27).

⁷² “Os mais utilizados foram os *swaps* de inadimplência de crédito (*credit default swaps*, CDS) que transferem o risco de crédito entre o agente que adquire proteção e a contraparte que aceita vender proteção. Por esse mecanismo, o detentor de uma carteira de crédito compra proteção (paga um prêmio) do vendedor de proteção. Em troca, esse assume, por um prazo predeterminado, o compromisso de efetuar o pagamento das somas combinadas nos casos especificados em contrato, que vão de inadimplência ou falência à redução da classificação de crédito ou outros eventos que possam causar queda do valor da carteira” (FARHI; CINTRA, 2008, p. 38).

interativo e dialético entre os bancos e as autoridades reguladoras, em meados dos anos de 1980, na maioria dos países avançados (e mais notadamente nos EUA, Europa e Japão), e foi viabilizado pelo processo de securitização das dívidas (idem, 2012). O processo aconteceu da seguinte forma: inicialmente, “(...) os bancos empacotaram os créditos concedidos, os submeteram às agências de classificação de riscos e lançaram títulos⁷³ sobre eles, com rendimentos proporcionais ao fluxo de caixa gerado pela quitação das prestações dos créditos” (FARHI, 2011, p. 11). Com isto, os bancos obtiveram cada vez mais recursos, o que lhes permitiu ampliar o seu processo de alavancagem. Os créditos estruturados foram crescentemente demandados à medida que as expectativas de rendimento das carteiras de títulos subjacentes se elevaram. Posteriormente, os bancos “(...) passaram a adquirir proteção contra o risco de crédito no mercado de derivativos e a emitir versões ‘sintéticas’ desses instrumentos com lastro em derivativos de crédito, e não em créditos concedidos” (idem, p. 12).

A expansão dos derivativos de créditos se traduziu em uma nova técnica de gestão de risco de crédito. Com a proliferação dos derivativos de crédito e de produtos financeiros estruturados, o processo de securitização alcançou o seu auge. Segundo Farhi e Cintra (2008), isto só foi possível porque outros agentes estavam dispostos a assumir a contrapartida dessas operações (e, portanto, seus riscos) por objetivar um retorno que lhes pareciam alto. Esses agentes formam o chamado *global shadow banking system*⁷⁴ (GSBS, ‘Sistema Bancário Global na Sombra’ ou paralelo). O termo GSBS pode ser descrito como intermediação de crédito envolvendo entidades e atividades que estão fora do sistema bancário regulado, mas que agem tal como bancos. (FSB, 2011). Ou ainda, segundo Pozsar *et al* (2010, p. 1), “*shadow banks are financial intermediaries that conduct maturity, credit, and liquidity transformation without explicit access to central bank liquidity or public sector credit guarantees*”. Assim, elas são consideradas instituições à sombra (*‘shadow’*) por não estarem incluídas na estrutura regulatória existente: elas não tinham acesso aos seguros de depósitos e/ou às operações de redesconto dos bancos centrais, como também não estavam sujeitas às normas prudenciais dos Acordos de Basiléia.

⁷³ “Os títulos estruturados eram divididos em diversas *tranches* com riscos e retornos diferenciados. A porção mais arriscada entre elas (*equity*) (a que assumia os riscos de inadimplência iniciais e que recebeu o sugestivo nome de lixo tóxico – *toxic waste*) acabou muito frequentemente ficando entre os ativos dos veículos especiais de investimento dos próprios bancos” (FARHI, 2011, p. 11).

⁷⁴ Segundo Farhi e Prates (2012), esse termo foi empregado pela primeira vez em 2007 por Paul McCulley, que era diretor executivo da Pimco – maior gestora de recursos do mundo.

O GSBS ganhou grande notoriedade com a crise financeira recente, o que demonstra o reconhecimento da importância dessas entidades e atividades para o sistema financeiro americano e para a eclosão da própria crise. Segundo dados do FSB (2011)⁷⁵, os valores transacionados no GSBS haviam crescido rapidamente antes da crise, passando de uma estimativa de US\$ 27 trilhões de dólares em 2002 para US\$ 60 trilhões de dólares em 2007 e mantendo-se nesse mesmo patamar em 2010, o que demonstra a importância de se levar em conta essas operações na reforma financeira. A formação do GSBS alterou profundamente a arquitetura financeira dos EUA e do mundo.

Os agentes que compõem o GSBS são uma grande variedade de instituições financeiras. Nos EUA, enquadram-se como agentes pertencentes ao GSBS as seguintes instituições: os grandes bancos de investimento independentes (*brokers-dealers*), os *hedge funds*, os fundos de investimento, os fundos *private equity*, os diferentes veículos especiais de investimento (SIV, *Special Investment Vehicles*, ou *conduits*⁷⁶), os fundos de pensão, as seguradoras, os bancos regionais especializados em crédito hipotecário (os que não têm acesso ao redesconto), *limited-purpose finance companies* (LPFCs), *money market mutual funds*, *securities lenders* e *government-sponsored enterprises* (GSEs) – tais como a *Fannie Mae* e a *Freddie Mac*. (FSB, 2011; PEROTTI, 2013; POZSAR *et al*, 2010; FARHI, 2011). Estas instituições realizam operações de intermediação de crédito utilizando-se de securitização e de técnicas de *secured funding*, tais como: *asset-backed commercial paper* (ABCP), *asset-backed securities* (ABS), *collateralized debt obligations* (CDOs) e *repurchase agreements* (repos).

De forma simplificada, pode-se explicar a atuação das instituições que compõem o GSBS (ou seja, como se davam suas captações e aplicações de recursos) e como elas se relacionavam com os bancos da seguinte forma: estas instituições captavam recursos nos mercado monetário (elas não eram habilitadas para captar recursos via depósitos, tal como as instituições que operam com a carteira comercial), principalmente, emitindo títulos de curto prazo (tais como os *commercial papers*). Estes títulos eram adquiridos, em grande medida, pelos fundos de investimento (*money market mutual funds*). Os recursos destas instituições eram utilizados, principalmente, para a compra de produtos estruturados, adquirindo os títulos

⁷⁵ Segundo FSB (2011), as estimativas são baseadas em uma medida *proxy* de dados de intermediação de crédito para instituições não bancárias na Austrália, Canadá, Japão, Coréia, Reino Unido, EUA e área do Euro.

⁷⁶ Os SIV e os Conduits se diferenciam pelo tamanho e composição do ativo e passivo. Enquanto que os SIV operam com alta alavancagem, os Conduits tendem a ser maiores e menos arriscados. É importante salientar que ambas as instituições tem algum mecanismo parcial ou total de liquidez garantido pelas instituições patrocinadoras.

emitidos pelos bancos com rentabilidade vinculada ao reembolso dos créditos que estes concederam. Portanto, observa-se que as instituições que compõem o GSBS se tornaram participantes do mercado de crédito (captando recursos de curto prazo para financiar crédito de longo prazo) e exerciam a função de assumir a contraparte das operações dos bancos.

A interação no mercado financeiro americano era bem ampla, envolvendo interconexões entre as instituições financeiras reguladas (tais como: bancos universais, de investimento e hipotecários), as displicentemente reguladas (por exemplo, seguradoras, fundos de pensão, fundos de investimento) e as não reguladas (*hedge funds, private equities funds, SIV*). (FARHI; CINTRA, 2008). As transações envolvendo CDS podem ser utilizadas para observar como se davam estas interconexões: todas as instituições financeiras (bancos, corretoras) que tinham títulos de crédito hipotecário entre seus ativos compravam CDS emitidos inicialmente por seguradoras (tais como a AIG). Acontece que as instituições financeiras que compravam proteção também vendiam para outras instituições, de forma que seguradoras, corretoras e bancos tinham CDS em seus passivos e ativos. Tanto CDS quanto os produtos estruturados eram itens de ativo como passivo das instituições financeiras, formando uma teia intrincada de relações interfinanceiras de créditos e débitos destinadas a transformar maturidade e grau de liquidez e aumentar a alavancagem do sistema financeiro durante a expansão de um ciclo de ativos.

These entities and activities [GSBS] provide credit by themselves or through a 'chain' that transforms maturity or liquidity, and builds up leverage as in the regular banking system. They also typically rely on short-term funding from the markets, such as through repos and asset-backed commercial paper (ABCP). (FSB, 2011, p. 1).

Os mercados de *repurchase agreements* (repo) e de ABCP tornaram-se, assim, extremamente importantes para as operações do GSBS. O mercado de repo, segundo Sanches (2014), é um mercado tipicamente de curto prazo, com boa parte de suas operações acontecendo no *overnight*, de colateralização de empréstimos. Os 'depositantes' desses mercados (os *repo lenders*) são os investidores institucionais, tal como os fundos de pensão, e as grandes empresas. Estas instituições investem grandes quantias de dinheiro por curto período e buscam rendimentos mais elevados do que os oferecidos pelos bancos comerciais regulados, além de segurança para as suas aplicações. O volume de transações do mercado de repo declaradas pelos *primary dealers* (que são agentes financeiros que transacionam diretamente

com o Fed) teve um alto crescimento do ano de 1997 a 2008, passando de US\$ 2 trilhões para US\$ 7 trilhões. (idem, 2014).

This is basically how the shadow banking system works. Depositors (institutional investors and large corporations) need a place to park liquid funds that provides them with ready access to their money, pays an interest rate higher than that offered by traditional banks, and spares them the expense and hassle of managing their own cash. Bankers (investment banks and broker-dealer firms) are willing to provide such a product in the form of repo transactions. Finally, safe collateral such as U.S. Treasury bonds are essential to make this financial transaction work. (SANCHES, 2014, p. 10).

A princípio, quando as operações no mercado repo são garantidas (colateralizadas) por título do Tesouro – que é um ativo altamente líquido – elas não são frágeis. Neste mercado, quando o valor do ativo que serve como colateral não se altera significativamente a curto prazo, a operação é segura, dado que se o mutuário não pagar a tempo, o credor repo pode simplesmente vender o título que serve como garantia. Entretanto, houve uma escassez de títulos do Tesouro, algo que foi provocado pelo uso desses títulos também como colateral nos mercados de derivativo e nos sistemas de liquidação (*settlement systems*), além da sua compra pelos bancos centrais de outros países. Segundo Sanches (2014), a securitização foi utilizada para solucionar a demanda por colaterais. A partir de então, os empréstimos que os bancos comerciais faziam aos consumidores e empresas passaram a ser retirados dos seus balanços, ajudando-os a cumprir os requerimentos de capital e a aumentar a alavancagem sistêmica, e eram vendidos a empresas de fachada que os próprios bancos criaram para esse fim: o veículo de propósito especial (*special purpose vehicle*, SPV).

A SPV financiava a aquisição desses títulos de securitização de crédito ofertados pelos bancos (hipotecas, empréstimos de carro, recebíveis de cartão de crédito, etc.) através da emissão das *asset-backed securities* (ABS, títulos lastreados em ativos). Os ABS, “(...) as *the name implies, are backed by the loans the SPV holds and that become the SPV’s liabilities when it sells them to investors in the capital markets*” (SANCHES, 2010, p. 10). Com isto, as operações de empréstimos, arrendamentos e hipotecas passaram a ser securitizadas e, portanto, tornaram-se instrumentos negociáveis. A Figura 4 demonstra a ligação entre os Bancos comerciais e o GSBS através do processo de securitização, exemplificando como os Bancos comerciais financiam os empréstimos por meio da securitização.

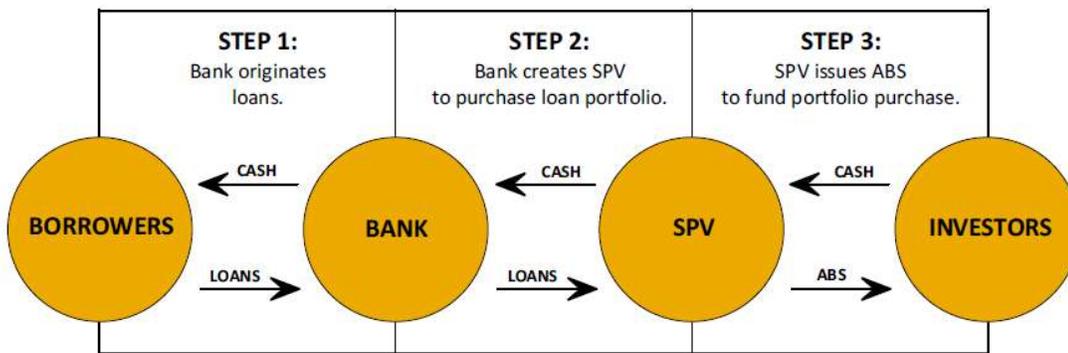


FIGURA 4 – A ligação entre Bancos Comerciais e o GSBS via o processo de securitização
Fonte: SANCHES, 2014

A grande bolha do mercado imobiliário americano no início dos anos de 2000 teve o mercado repo como importante forma de financiamento. Segundo Sanches (2014, p. 11), “o grande aumento no número e tamanho dos empréstimos hipotecários criou uma grande oferta de um determinado tipo de ABS chamados de *mortgage-backed securities* [títulos lastreados por hipotecas] (MBS)”. Os MBS são ABS que agrupam hipotecas para a securitização. Os MBS, por fornecer a possibilidade de agrupar os empréstimos hipotecários individuais para vendê-los no mercado, foi uma inovação financeira que passou a oferecer uma alternativa ao uso de depósitos para financiar ativos ilíquidos dos bancos. Assim, o mercado repo é um importante mercado para entender não só as operações do GSBS, como também a recente crise financeira internacional.

Outro segmento do GSBS de extrema importância é o mercado de *asset-backed commercial paper* (ABCP). Alguns autores defendem que a contração no mercado de ABCP teria acontecido até mesmo antes da contração no mercado de repo. (SANCHES, 2014). A maturidade do ABCP varia de um dia a 90. Essa duração de curto prazo do ABCP permite que o investidor (com o principal sendo os *money market mutual funds*) possa resgatar o seu investimento com certa rapidez. Os emissores de ABCP são as SPVs, que são patrocinadas por grandes instituições financeiras (o que inclui os bancos comerciais) e agem permitindo que essas instituições financiem uma grande variedade de títulos. (idem, 2014). As SPVs usam os recursos obtidos com a venda dos ABCPs para investir em MBS, sendo que a curta duração da maturidade de um ABCP gera a necessidade da SPV ter que rolar a sua dívida constantemente. Ou seja, as SPVs assumem o risco de liquidez em suas operações. Assim, o mercado de ABCP tem uma dinâmica parecida com a do mercado repo: o financiamento de ativos ilíquidos através de passivos de curto prazo emitidos por instituições (tal como as

SPVs) que não estão submetidas à regulação financeira. Assim, o mercado de ABCP também fornece outro claro exemplo de operações financeiras que são realizadas à sombra da regulação financeira e que operam com um grande descasamento de prazos.

Pozsar *et all* (2010) descreve detalhadamente como se dá a intermediação do crédito no GSBS. Segundo ele, a intermediação se dá através de uma cadeia de intermediários financeiros não bancários em um processo constituído de várias fases que são sequenciais. Cada uma dessas fases é executada por específicas instituições e através de técnicas específicas de financiamento. As fases são as seguintes:

1. Loan origination (i.e. auto loans and leases, non-conforming mortgages, etc.) is performed by finance companies which are funded through commercial paper (CP) and medium-term notes (MTNs). 2. Loan warehousing is conducted by single- and multi-seller conduits and is funded through asset-backed commercial paper (ABCP). 3. The pooling and structuring of loans into term asset-backed securities (ABS) is conducted by broker-dealers' ABS syndicate desks. 4. ABS warehousing is facilitated through trading books and is funded through repurchase agreements (repo), total return swaps or hybrid and repo/TRS conduits. 5. The pooling and structuring of ABS into CDOs is also conducted by broker-dealers' ABS syndicate desks. 6. ABS intermediation is performed by limited purpose finance companies (LPFCs), structured investment vehicles (SIVs), securities arbitrage conduits and credit hedge funds, which are funded in a variety of ways including for example repo, ABCP, MTNs, bonds and capital notes. 7. The funding of all the above activities and entities is conducted in wholesale funding markets by funding providers such as regulated and unregulated money market intermediaries and direct money market investors (such as securities lenders). In addition to these cash investors, which fund shadow banks through short-term repo, CP and ABCP instruments, fixed income mutual funds, pension funds and insurance companies also fund shadow banks by investing in their longer-term MTNs and bonds. (POZSAR et all, 2010, p. 10-11).

Pozsar *et all* (2010) ainda salienta que o GSBS é formado por três subgrupos distintos. São eles: (1) o *government-sponsored shadow banking sub-system*; (2) o *'internal' shadow banking sub-system*; e (3) o *'external' shadow banking sub-system*. O GSBS se formou, segundo os autores, há quase 80 anos atrás, com a criação das empresas patrocinadas pelo governo (GSE, *government-sponsored enterprises*) que fazem parte do sistema do *Federal Home Loan Banks* (FHLB) – a *Fannie Mae* (1938) e a *Freddie Mac* (1970). As GSEs têm impactado significativamente na forma com que os fundos de bancos são financiados e na condução da transformação de crédito: os FHLBs foram os primeiros fornecedores de *term warehousing of loans* e a *Fannie Mae* e a *Freddie Mac* estão entre as primeiras instituições a

operarem de acordo com o modelo originar-para-distribuir. As GSEs, que são financiadas através da colocação de títulos de dívidas de curto e longo prazo, incorporaram através do tempo quatro técnicas de intermediação. São elas:

1. *Term loan warehousing provided to banks by the FHLBs.*
2. *Credit risk transfer and transformation through credit insurance provided by Fannie Mae and Freddie Mac.*
3. *Originate-to-distribute securitization functions provided for banks by Fannie Mae and Freddie Mac.*
4. *Maturity transformation conducted through the GSE retained portfolios, which operate not unlike SIVs.* (POZSAR *et al*, 2010, p. 10-11).

Não só os bancos, as instituições financeiras não bancárias também adotaram, nas últimas três décadas, essas quatro técnicas para suas práticas de intermediação de crédito e de financiamento. “*The adaptation of these techniques fundamentally changed the bank-based, originate-to-hold credit intermediation process and gave rise to the securitization-based, originate-to-distribute credit intermediation process*” (POZSAR *et al*, 2010, p. 14). A *Fannie Mae* foi privatizada em 1968, principalmente devido à intenção do governo dos EUA de reduzir a dívida pública. A privatização desta instituição a removeu do balanço do governo, porém, essa instituição não só permaneceu tendo uma estreita relação com o governo (atendendo a certos objetivos políticos), como também gozava de uma garantia implícita proporcionada por ele. “*This was similar to the off-balance sheet private shadow banks that were backstopped through liquidity guarantees by their sponsoring banks*” (POZSAR *et al*, 2010, p. 14). O *government-sponsored shadow banking sub-system* não está envolvido no processo de originação do crédito, agindo apenas com as operações de empréstimos e financiamentos. Estas instituições são qualificadas como *shadow banking* por estarem envolvidas nas atividades bancárias tradicionais de transformação de liquidez, de maturidade e de crédito, sem ter acesso a um prestador de última instância e a um seguro explícito do seu passivo por parte do governo federal. (POZSAR *et al*, 2010).

O ‘*internal*’ *shadow banking subsystem* refere-se ao processo de intermediação de crédito de uma rede global de bancos, companhias financeiras, *broker-dealers* e *asset managers* e as suas entidades extra patrimoniais, com todas essas instituições sob a tutelar de uma *financial holding companies*. Já o ‘*external*’ *shadow banking sub-system* trata-se de um processo de intermediação de crédito de diversificadas *broker-dealers* (DBDs), e a uma rede global de instituições financeiras não bancárias que incluem *captive and standalone finance companies*, *limited purpose finance companies* e *asset managers*. A principal diferença entre o ‘*internal*’

shadow banking subsystem com o ‘*external shadow banking sub-system*’ é que este último não é tanto um produto da arbitragem regulatória, e sim um produto de integração vertical e de ganhos de especialização. (POZSAR *et al*, 2010).

Em relação às operações praticadas pelas instituições pertencentes ao GSBS, o fornecimento de financiamento através da transformação de maturidade, crédito e de liquidez⁷⁷ tinha a capacidade de reduzir o custo do crédito em comparação com as operações de empréstimos diretos, além de fornecer aos participantes do mercado financeiro uma fonte alternativa de financiamento e de liquidez – o que trouxe certos benefícios ao sistema financeiro. Além disso, mesmo sem ter acesso a determinadas garantias públicas (como acesso às operações de redesconto do Fed e ao seguro de depósito do FDIC), até antes da crise financeira de 2007, o GSBS era considerado seguro por seus investidores devido ao fornecimento de liquidez e de crédito pelo setor privado. “*These puts underpinned the perceived risk-free, highly liquid nature of most AAA-rated assets that collateralized credit repos and shadow banks’ liabilities more broadly*” (POZSAR *et al*, 2010, p. 2). Isto fez com que as operações do GSBS aumentassem consideravelmente. A Figura 5 – que apresenta a evolução do passivo dos Bancos comerciais e do GSBS, em trilhões de dólares – serve para demonstrar a evolução das operações do GSBS.

⁷⁷ O processo de transformação de crédito refere-se à melhoria da qualidade do crédito da dívida emitida pelo intermediário através do uso de reivindicação da prioridade. Já transformação da maturidade refere-se à utilização de depósitos de curto prazo para financiar empréstimos de longo prazo, o que cria liquidez para o poupador, mas expõe o intermediário aos riscos de rolagem e de duração. A transformação de liquidez refere-se à utilização de instrumentos líquidos para financiar ativos ilíquidos. (POZSAR *et al*, 2010).

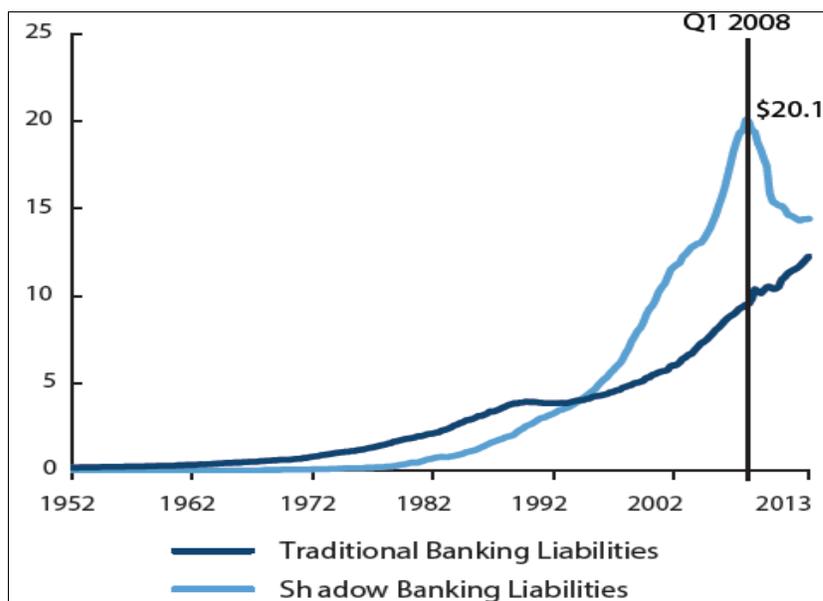


FIGURA 5 – Passivo dos Bancos Comerciais e Passivo do GSBS, em trilhões de dólares

Fonte: PEROTTI, 2013

A Figura 5 mostra como o passivo das instituições pertencentes ao GSBS evoluiu fortemente ao longo das décadas de 1990 e 2000, vindo a superar ainda no início dos anos de 1990 o passivo dos bancos regulados. Entretanto, tal como demonstrado com a recente crise financeira, as operações do GSBS se tornaram uma ampla fonte de risco sistêmico, tanto diretamente através das suas próprias atividades como pelas interconexões criadas com o sistema bancário regulado. (FSB, 2011). Em relação às próprias operações das instituições pertencentes ao GSBS, através da captação de recursos de curto prazo, estas instituições agiam normalmente alavancadas fornecendo financiamentos e investindo em ativos de longo prazo e ilíquidos. Além disso, por não terem acesso aos seguros de depósitos e às operações de redesconto, estas instituições eram altamente vulneráveis tanto a uma corrida dos investidores quanto a desequilíbrios patrimoniais. Assim, estas instituições não só carregavam risco de crédito, como também operavam com descasamento de prazos. Segundo Pozsar *et al* (2010, p. 1), “(...) a dependência dos intermediários de crédito sobre o passivo de curto prazo para financiar ativos ilíquidos de longo prazo é uma atividade inerentemente frágil”. As Figuras 5 e 6 demonstram a contração do GSBS com a recente crise financeira internacional.

Também, é de extrema importância analisar as interconexões entre os bancos e instituições não bancárias pertencentes ao GSBS. Os bancos podem ser expostos ao risco das operações do GSBS de algumas maneiras: i) através de exposições temporárias (*warehousing*); ii) através da oferta de financiamento ou por meio de linhas de crédito contingente, e; iii) através das ligações pelo lado do passivo, dado que os bancos podem ser financiados por entidades que fazem parte do GSBS (tal como os fundos do mercado monetário). (FSB, 2011). *“In terms of policy actions, the authorities’ focus is further narrowed to the parts of the system which pose systemic risk as they create the potential in particular for “runs” and regulatory arbitrage concerns”* (FSB, 2011, p. 3). Segundo Farhi e Prates (2012, p. 92), a forma de atuação dos Bancos universais e dos agentes que compõem o GSBS (agindo como contrapartida daqueles) fez com que houvesse “(...) uma interpenetração de modo quase inextricável, entre os balanços dos dois sistemas – regulado e ‘na sombra’ – que ocorreu tendo como pano de fundo as complexas relações no mercado de balcão”. As autoras chamam a atenção para a importância das operações que envolvem os derivativos de crédito e o mercado de balcão para que houvesse a interconexão entre os Bancos universais e o GSBS. As operações de derivativos se estenderam globalmente criando “(...) uma imensa rede internacional de compromissos cruzados, cuja extensão e formato eram extremamente opacos e que escapa a qualquer supervisão” (FARHI, 2011, p. 20). Já no mercado de balcão, a inexistência de câmaras de compensação e de normas e especificações das operações colocavam em evidência um elevado risco de inadimplência da contraparte perdedora (risco de contraparte). “O risco de contraparte pode assumir um caráter sistêmico em virtude de um efeito dominó ocasionado pela inadimplência de uma instituição financeira ativa em derivativos de balcão” (idem, 2011, p. 20).

Assim, a interpenetração dos balanços dos dois sistemas constituía a pior face da formação do GSBS, pois ela “(...) replicou, multiplicou e redistribuiu, globalmente, os riscos presentes no sistema, bem como os prejuízos deles decorrentes, para uma grande variedade de instituições financeiras”. (FARHI; PRATES, 2012, p. 92). Segundo Farhi (2011), esta interpenetração é capaz de transformar uma crise clássica de crédito em uma crise sistêmica, tal como aconteceu com a crise financeira atual – que se originou no segmento de crédito imobiliário e depois tomou um caráter sistêmico e global, transformando-se na maior crise econômica desde a Grande Depressão de 1929.

Short-term deposit-like funding of non-bank entities can lead to “runs” in the market if confidence is lost. The use of non-deposit sources of collateralised funding can also facilitate high leverage, especially when asset prices are buoyant and margins/haircuts on secured financing are low. Moreover, the risks in the shadow banking system can easily spill over into the regular banking system as banks often comprise part of the shadow banking credit intermediation chain or provide support to shadow banking entities. These risks are amplified as the chain becomes longer and less transparent. (FSB, 2011, p. 1-2).

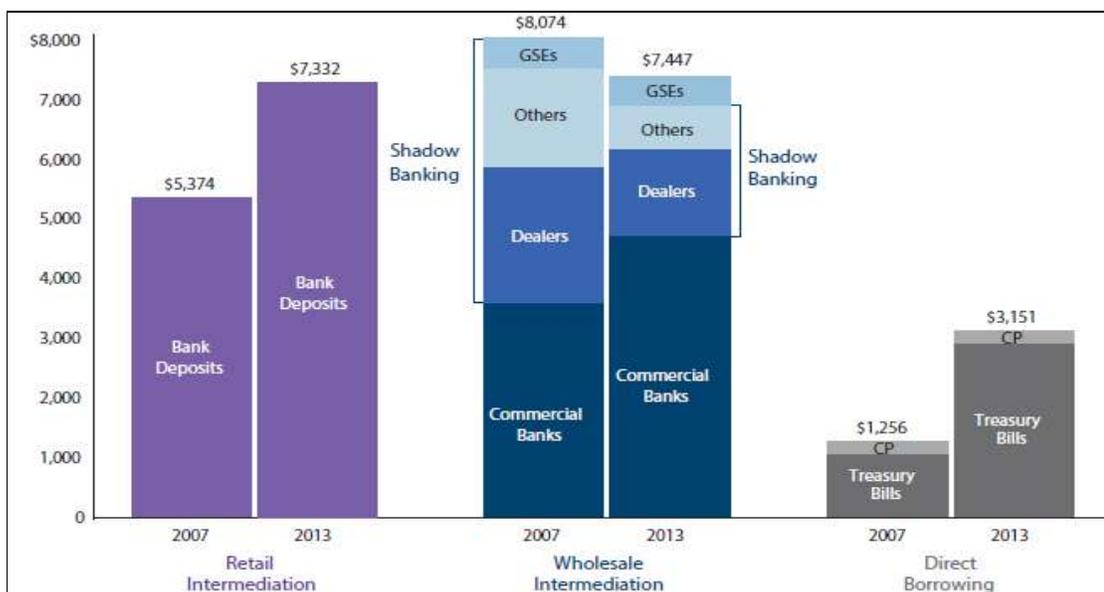


FIGURA 6 – Mudanças nos Bancos regulados e no GSBS desde 2007
Fonte: PEROTTI, 2013

Segundo Pozsar *et al* (2010), a ‘corrida’ ao GSBS, que gerou as mudanças apresentadas na Figura 6, começou em 2007 e alcançou o seu auge em 2008 após a falência do *Lehman*. Esta corrida só foi estabilizada após a intervenção do governo americano e do Fed com a criação de liquidez e garantias de crédito, que substituiu as garantias oferecidas pelo setor privado. A próxima seção trará maiores explicações sobre a crise financeira atual.

4.2 A CRISE DO SUBPRIME

A recente crise financeira se iniciou nos EUA em meados de 2007 no mercado imobiliário no segmento de hipotecas de alto risco (hipotecas *Subprime*) e depois se espalhou para o todo o sistema financeiro americano e de outros países, constituindo-se em uma crise financeira

internacional. A crise ocorreu devido à elevação da inadimplência e da desvalorização dos imóveis e dos ativos financeiros associados às hipotecas *subprime*.

Este capítulo tem a finalidade de discutir a crise do *subprime*, apresentando sua constituição e principais características. Para tal, faz-se necessário iniciar apresentando as principais características do mercado imobiliário americano.

4.2.1 Um Panorama do Mercado Imobiliário Norte-Americano

Da década de 1930 até a de 1980, o crédito habitacional dos EUA dependia principalmente das S&L. Logo após a crise dos anos de 1930, tal como já descrito na seção 3.1⁷⁸, a reforma financeira implementada pelas autoridades americanas também teve o intuito de ampliar e fortalecer o sistema de financiamento residencial americano, algo que foi realizado por meio do apoio às instituições de S&L e pelo desenvolvimento do mercado secundário de hipotecas e da concessão de garantias públicas, que proporcionaria uma melhor gestão dos riscos. Para tal, três instituições financeiras foram criadas: o *Federal Home Loan Bank System* (FHLBS) em 1933, a *Federal Housing Administration* (FHA) em 1934 e a *Federal National Mortgage Association* (FNMA) em 1938⁷⁹, que depois passou a ser conhecida como *Fannie Mae*. Segundo Colton (2002, p. 6), “(...) *the New Deal had provided the foundation for the housing finance system for the remainder of the twentieth century*”. Porém, mesmo diante das medidas tomadas, o mercado secundário de hipotecas não apresentou o dinamismo esperado, mantendo-se limitado até a década de 1970. O apêndice 1 sumariza a evolução do sistema financeiro de habitação (SFH) dos EUA, mostrando como a interação entre as instituições, os produtos e os choques econômicos em cada período moldaram o SFH.

Em relação às S&Ls, tal como já foi apresentado, estas instituições foram altamente prejudicadas pelo cenário de aceleração da inflação e pela existência do teto para as taxas de juros de empréstimos e dos depósitos a prazo, que havia no mercado devido à Regulação Q. O

⁷⁸ Esta seção irá retomar algumas questões abordadas na seção 3.1 com o intuito de sistematizá-las melhor e aprofundá-las.

⁷⁹ “Enquanto a FHA assumia o risco de crédito de novos contratos de financiamento, funcionando como uma seguradora pública, o FHLBS constituía-se numa fonte alternativa de captação às instituições de depósito associadas. O desenvolvimento de um mercado secundário de hipotecas cabia à FNMA, cujas operações estavam restritas à aquisição das hipotecas garantidas pela FHA” (CAGNIN, 2009, p. 259).

principal prejuízo se dava para a captação de recursos destas instituições, algo que piorou ainda mais com a ampliação do uso de inovações financeiras por parte dos grandes bancos e de investidores institucionais – os quais não estavam sujeitos à incidência dos tetos de juros. Com isto, as S&Ls tiveram dificuldades de refinanciar suas posições ativas, que eram constituídas, principalmente, de hipotecas de longo prazo – com duração de algo em torno de 20 anos. A situação das S&Ls se deteriorou ainda mais na década de 70 com a elevação das taxas de juros nos EUA por meio do choque de Paul Volcker. A política monetária restritiva praticada neste período fez com que muitos dos depositantes das S&Ls transferissem seus depósitos para fundos do mercado monetário em busca de uma maior rentabilidade, o que prejudicou ainda mais a sua captação de recursos.

Diante deste contexto, algumas medidas regulatórias foram tomadas. Com o intuito de melhorar o mercado secundário de hipotecas, em 1968, foi instituído o *Housing and Urban Development Act*. Esta Lei reformulou o papel da *Federal National Mortgage Association*, que foi dividida em duas instituições: a primeira, que manteve o nome da Fannie Mae, tornou-se uma instituição privada patrocinada pelo governo (*Government-Sponsored Enterprise*, GSE). Esta instituição passou a ter a permissão de emitir ações em bolsa de valores e de comprar hipotecas convencionais, que não eram garantidas pela FHA; a segunda instituição se tornou uma corporação governamental, a *Government National Mortgage Association (Ginnie Mae)*. “*Its purpose was to operate some of the special assistance and liquidation functions of the former Fannie Mae, and also to provide an explicit government guarantee on mortgage-backed securities insured by FHA and VA*” (COLTON, 2002, p. 8).

Em 1970, foi criada a *Federal Home Loan Mortgage Corporation*, que depois passou a ser conhecida como *Freddie Mac*, constituindo-se como outra importante GSE. Esta instituição foi criada com o objetivo de incentivar o mercado de hipotecas convencionais originadas pelas S&Ls. Para tal, “a *Freddie Mac* passou a ser responsável pela emissão de títulos referenciados a contratos de crédito hipotecário, as *mortgage-backed securities* (MBS), conhecidos como *participation certificates*” (CAGNIN, 2009, p. 260). Em 1980, o *Depository Institutions Desregulation and Monetary Control Act* – ao permitir que as S&L oferecessem depósitos à vista e ao remover a Regulação Q – foi um importante passo para a ampliação do processo de desregulamentação do setor imobiliário; o FSLIC (*Federal Savings and Loan Insurance Corporation*) ampliou o limite das coberturas do montante dos recursos depositados, que passou de 70% para 100%, com teto de 100 mil dólares; e, em 1982, o *Garn-*

St Germain Act autorizou que as S&Ls emitissem cartões de crédito, operassem no comércio de imóveis, realizassem empréstimos comerciais, tomassem dinheiro emprestado junto ao Fed e pagassem taxas de juros mais elevadas para os depósitos.

Os ativos das S&Ls eram constituídos por contratos hipotecários, que eram de longo prazo a taxas de juros fixas pré-estabelecidas. Consequentemente a remoção do teto da taxa de juros para os depósitos das S&Ls prejudicou ainda mais essas instituições por encarecer a sua forma de captação de recursos, sem ter ampliado a sua rentabilidade. “*When short-term interest rates rose, they were therefore paying more in interest for the money they were using to finance mortgages than they were receiving from the mortgages, and this led to serious financial challenges for the S&Ls and for the housing finance system*” (COLTON, 2002, p. 9). Isto ampliou ainda mais os problemas enfrentados pelas S&Ls, que já operavam com descasamento de prazos diante da natureza das suas operações. Em 1985, a crise das S&Ls se ampliou com o colapso do *Home State Savings Bank* de *Ohio*. Assim, houve uma crise no setor de financiamento residencial dado que as S&Ls consistiam na principal instituição financeira geradora de hipotecas.

O cenário de crise das S&Ls gerou uma reação por parte do governo dos EUA, que realizou uma ampla reforma institucional, que integrou os mercados securitizados. Em 1981, a *Fannie Mae* teve a permissão de realizar a securitização de hipotecas convencionais e, em 1982, foi fundada a *President's Commission on Housing*. Segundo Colton⁸⁰ (2002), a comissão observou que o processo tradicional de empréstimos hipotecários e de investimento, que se dava por meio dos mecanismos de mercado primário e secundário, havia se deteriorado. “*Mortgage originators became less willing to write the types of loan agreements ordinarily offered to borrowers, and secondary market investors became reluctant to enter into traditional mortgage purchase contracts with originators*” (COLTON, 2002, p. 10). Além disso, também foi identificado pela comissão que amplas proporções de transações imobiliárias estavam sendo financiadas fora dos canais de crédito institucionais normais, o que vinha prejudicando as instituições financeiras tradicionais de hipotecas; e que o mercado secundário para negociações de hipotecas residenciais convencionais manteve-se relativamente pouco desenvolvido em comparação com outros segmentos do mercado de

⁸⁰ Colton teve uma participação ativa na *President's Commission on Housing*, atuando como diretor da Comissão.

capitais, com os títulos emitidos no mercado secundário apresentando desvantagens regulatórias e fiscais em relação às obrigações de dívidas emitidas pelas empresas.

Como importante medida, a comissão propôs uma maior flexibilidade e desenvolvimento do mercado secundário de hipotecas securitizadas (MBS). Segundo Cagnin (2009, p. 264), a decisão do governo americano de ampliar o mercado secundário de hipotecas objetivou “(...) reduzir os descasamentos de taxas de juros das S&L e a contração do crédito no financiamento residencial”. Para tal, o *President’s Commission on Housing* recomendava: a eliminação dos limites que haviam sido impostos por Lei federal à aquisição de MBS por instituições financeiras depositárias, o que fez com que os órgãos reguladores passassem a definir os tetos e incentivos ao desenvolvimento de mercados futuros de MBS; a classificação dos MBSs como *high-grade*, o que possibilitou a sua compra por fundos de pensão e seguradoras como se esses títulos tivessem sido emitidos ou garantidos pelo governo federal. O Quadro 1 apresenta as demais principais recomendações do *President’s Commission on Housing* que estão relacionadas com o desenvolvimento do mercado secundário de hipotecas:

QUADRO 1 – Recomendações do *President's Commission on Housing* relacionadas com o desenvolvimento do mercado secundário de hipotecas

<p><i>The Internal Revenue Code should be amended to provide an exemption for conventional mortgage-backed securities (CMBSs) from taxation at the pool/issuer level, provided CMBSs meet minimum criteria.</i></p>
<p><i>The Internal Revenue Code also should be amended to treat the recovery of market discounts on CMBSs on the basis as such discounts are treated on corporate securities.</i></p>
<p><i>The Securities and Exchange Commission should promulgate regulations to provide specific and streamlined shelf-registration procedures designed for conventional mortgage-backed security issues.</i></p>
<p><i>CMBS issuers should be permitted, but not required, to register as regulated investment companies.</i></p>
<p><i>The Federal Reserve Board should amend Regulation T to allow for the purchase of privately issued conventional mortgage-backed securities on margin.</i></p>
<p><i>Congress should extend the current provisions of the Federal Bankruptcy Code to all entities that sell mortgage loans, mortgage participations, or conventional mortgage-backed securities.</i></p>
<p><i>The National Conference of Commissioners on Uniform State Laws should recommend amendments to relevant state blue-sky laws to exempt qualified conventional mortgage-backed security issuers from state registration requirements, and should recommend changes.</i></p>
<p><i>States should be encouraged to create public conduit CMBS issuers that draw on the capacity and experience of their existing state housing finance agencies.</i></p>

Fonte: Colton, 2002, p. 33

A partir deste conjunto de recomendações apresentadas, observa-se que elas foram destinadas com o intuito de produzir um ambiente necessário (do ponto de vista legal, regulatório e fiscal) para o desenvolvimento de um amplo e ativo mercado de MBSs. (idem, 2002). As recomendações realizadas pela *President's Commission on Housing* foram adicionadas ao *Secondary Mortgage Market Enhancement Act* (SMMEA). A SMMEA objetivou o desenvolvimento do mercado de títulos de hipotecas privadas. Esta Lei ainda determinou limites para o valor das hipotecas⁸¹ que poderiam ser compradas pelas duas importantes GSEs: a *Fannie Mae* e pela *Freddie Mac*. A partir de então, as hipotecas que apresentassem um valor abaixo desse limite passariam a ser denominadas de *conforming mortgage*, já as hipotecas cujo valor ultrapassassem o limite estipulado seriam conhecidas como hipotecas jumbo, ou *nonconforming mortgage*. Ainda faz parte da ampla reforma institucional realizada pelo EUA o *Alternative Mortgage Transaction Parity Act* de 1982. Esta Lei permitiu que as S&Ls emitissem hipotecas com taxas de juros flexíveis, as denominadas *adjustable rate mortgages* (ARM).

Estas reformas institucionais implementadas pelos EUA provocaram grandes transformações no mercado secundário de hipotecas. Segundo Colton (2002, p. 13), “*based on these reforms, we have seen a major shift in the role and importance of the secondary market, as well as a shift in the role of lenders originating mortgage loans*”. Com isto, a disponibilidade de crédito hipotecário aumentou consideravelmente⁸². Estas reformas também alteraram as condições de concorrência entre as GSEs e demais instituições privadas que lidavam com o processo de securitização.

A implementação dessas medidas levou à ampliação da liquidez dos títulos no mercado secundário de hipotecas, estreitando as relações entre os mercados de capitais e o mercado de hipotecas. Assim, grandes bancos comerciais, como o *Bank of America*, também se tornaram importantes emissores de MBS, especialmente a partir de meados dos anos 1980. Um outro aspecto desse processo de aprofundamento do mercado de MBS foi o aumento da diversificação dos tipos de *securities* relacionadas a hipotecas. (CAGNIN, 2009, p. 261).

⁸¹ Segundo Cagnin (2009), os limites para os valores das hipotecas seriam ajustados de acordo com a evolução do preço médio das residências.

⁸² “*The nation's homeownership rate stagnated in the early 1980s due to the recession and problems in the housing finance system, but in the 1990s, with the support of a revitalized housing finance system and a strong secondary market, the homeownership rate swelled to record levels*” (COLTON, 2002, p. 13).

Segundo Cagnin (2009), o que explica o interesse dos grandes bancos privados no mercado de crédito imobiliário foi a intenção dessas instituições em expandir suas carteiras com créditos colateralizados voltados a pessoas físicas e a médias e pequenas empresas. A exigência de colateral também permitia uma boa gestão dos impactos sobre a estrutura patrimonial dos bancos nos casos de *default*. Além disso, os bancos aumentaram suas fontes de receitas através das cobranças de tarifas e comissões provenientes das “(...) atividades de securitização de hipotecas e [d]os serviços associados ao recolhimento e transferência dos pagamentos do tomador do empréstimo ao investidor proprietário das *securities*” (CAGNIN, 2009, p. 261). Com isto, já a partir de meados dos anos 1980, bancos e financeiras passaram a operar com a securitização de hipotecas. Esta operação acontecia com uma dessas instituições criando uma SIV, que passaria a comprar parte das hipotecas desta instituição (as MBSs) com recursos provenientes da emissão de títulos de crédito de curto prazo (*asset-backed commercial paper*). Os SIVs revendiam todos que conseguiam, mantendo o restante em sua carteira. É importante salientar que esses veículos não eram tecnicamente propriedade dos bancos, o que fazia com que seus resultados não fossem registrados nos seus balanços.

O cenário de crise das S&Ls e de expansão de securitização de hipotecas por parte de outras instituições financeiras fez com que a participação das S&Ls na contratação de empréstimos hipotecários caíssem de 47,6% em 1970 para 20,7% em 2001. (idem, 2009). Assim, dos anos de 1970 aos anos 2000, a geração de hipotecas por tipo de credor apresentou uma considerável modificação, tendo uma grande ampliação da participação dos chamados bancos hipotecários (*mortgage Banks*) e dos bancos comerciais, e uma acentuada diminuição da participação das instituições de poupança. A Figura 7 relata esse processo de mudança, servindo como uma importante indicação da mudança que ocorreu no sistema de financiamento habitacional americano.

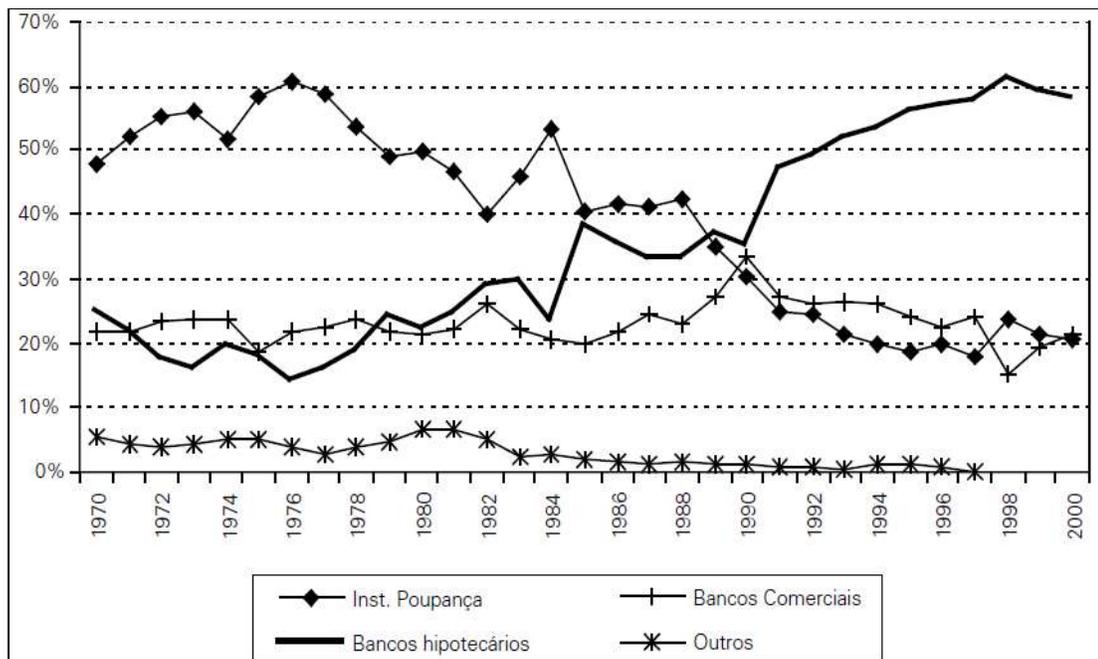


FIGURA 7 – Participação por tipo de credor na geração de hipotecas nos EUA entre 1970 a 2000

Fonte: Cagnin, 2009.

Nota: Os dados referem-se às *single mortgages*. Entre 1970 e 1977 os dados são provenientes do *Housing and Urban Development*, e entre 1998 e 2000, os dados referem-se a estimativas realizadas pela *Fannie Mae*, a partir de dados do *Home Mortgage Disclosure Act* (HMDA), que cobre cerca de 75% do mercado hipotecário para *single family*.

A expansão das operações de securitização, aliada com a forte ampliação da escala do mercado imobiliário (que incorporou novos potenciais tomadores de financiamento imobiliário), são os dois principais fatores, segundo Torres e Borça Jr. (2009), que explicaram a forte expansão do mercado de hipotecas dos EUA – que é a principal forma de financiamento imobiliário do país. Com a expansão deste mercado, o mercado imobiliário dos EUA apresentou o mais longo e intenso período de valorização em mais de cinquenta anos. A Figura 8 mostra o movimento do preço dos imóveis residenciais nos EUA para o período de 1992 a 2008. A partir desta Figura, observa-se como esse mercado apresentou uma valorização crescente a partir de meados da década de 1990 até 2006.

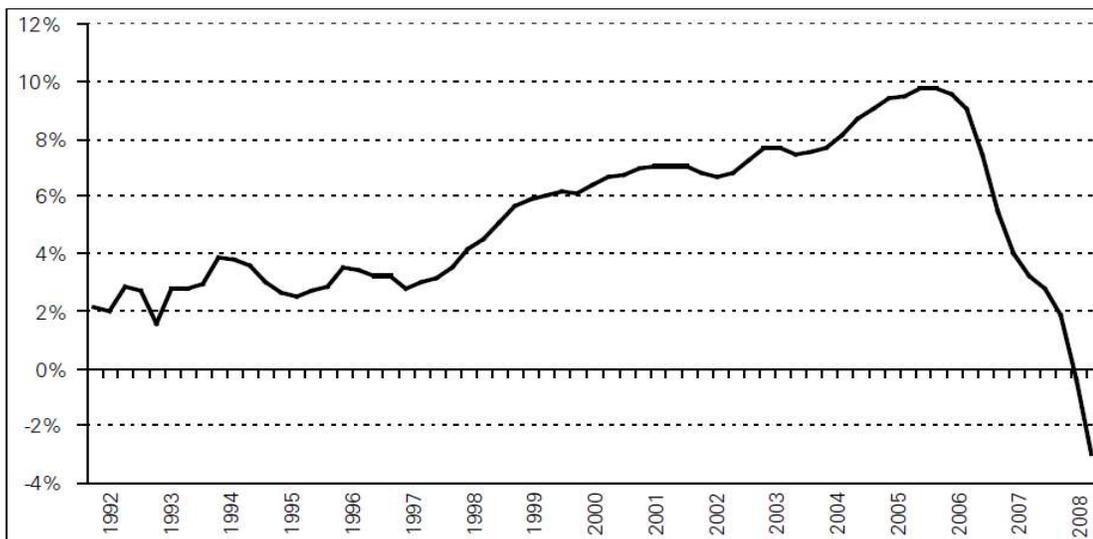


FIGURA 8 – Preço dos imóveis residenciais nos EUA – 1992 a 2008 (variação em relação ao mesmo trimestre do ano anterior)

Fonte: Cagnin, 2009.

Segundo Cagnin (2009), esse processo de valorização dos preços das residências nos EUA ampliou a solidez patrimonial dos proprietários desses imóveis, o que fez com que eles tivessem uma melhor classificação de risco por parte das instituições financeiras credoras. Com isto, os proprietários dos imóveis tiveram sua capacidade de endividamento ampliada, o que lhes possibilitou adquirir bens de consumo – algo que contribuiu para a recuperação econômica dos EUA após a crise de 2001 – e também permitiu a aquisição de novos imóveis, o que reforçou ainda mais o processo de valorização dos imóveis. A Figura 9 mostra a evolução da taxa de famílias proprietárias de residência para o período que vai de 1965 a 2005. Por meio desta Figura percebe-se uma forte tendência de crescimento da taxa de famílias proprietárias de residência a partir de 1995.

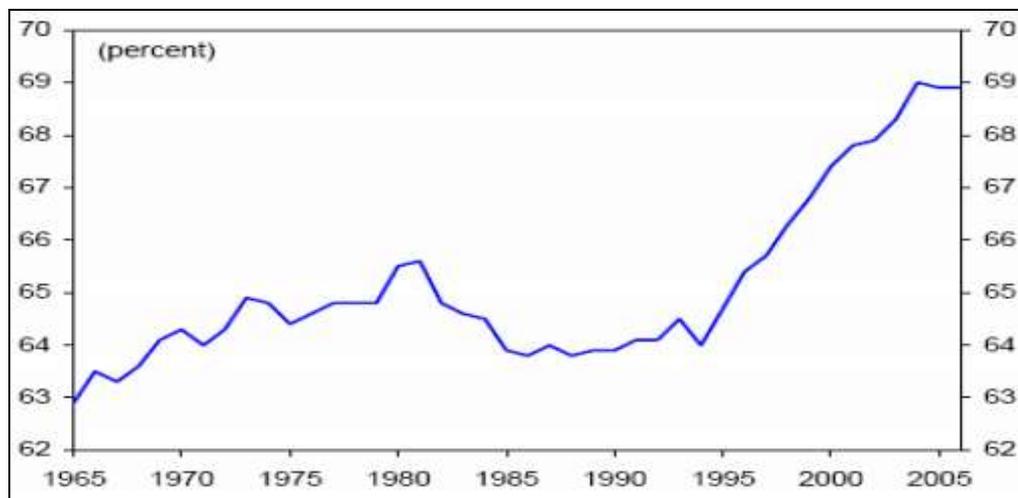


FIGURA 9 – Evolução da taxa de famílias proprietárias de residência
 Fonte: KIFF; MILLS, 2007, p. 4

A valorização dos preços das residências nos EUA também foi vista como um dos fatores que contribuiu para a realização de inovações dos contratos de hipoteca. Outros fatores que incentivaram tais inovações foram: o avanço da tecnologia, a ampliação de instrumentos de redução de riscos, a própria expansão do mercado secundário de hipotecas e a busca por parte das instituições financeiras por ativos mais rentáveis – o que foi incentivado pela deflação dos ativos das bolsas de valores e pela política monetária de juros baixo praticada a partir de 2001 (vide a Figura 10). (CAGNIN, 2009). As inovações criadas permitiram a expansão do número de possíveis tomadores de crédito hipotecário ao permiti-los efetuar menores pagamentos no início da hipoteca (*balloon mortgage*). A possibilidade de emissão de uma segunda hipoteca (*piggyback*) juntamente com a hipoteca principal, o que praticamente eliminou a necessidade do tomador de hipoteca arcar com o pagamento de um sinal ou entrada quando da contratação da hipoteca, foi outra importante inovação financeira.

Tanto as instituições credoras como os tomadores esperavam, ao contratar hipotecas com essas características, que a tendência de valorização do imóvel se mantivesse ou que as taxas de juros futuras fossem reduzidas, de maneira que pudessem refinanciar as hipotecas em condições favoráveis. (CAGNIN, 2009, p. 261).

Já no mercado secundário, uma importante transformação aconteceu na década de 1980 quando a *Fannie Mae* e *Freddie Mac* passaram a emitir *multiple-class MBS*, que também são denominadas de *Collateralized Mortgage Obligation* (CMO). Nestas operações, as instituições citadas utilizavam um conjunto de MBS, que era lastreado por hipotecas que

possuíam maturidades e níveis de risco diferentes, para emitir *tranches*, “(...) que são hierarquizadas de acordo com a prioridade de recebimento de fluxo de pagamento e da absorção de perdas provenientes da ocorrência de *default* nas hipotecas utilizadas como colateral” (CAGNIN, 2009, p. 266). A ampla utilização dessas operações possibilitou o surgimento de operações com as mesmas características, mas como a utilização de outros ativos como colateral, tal como os contratos ABS (*Asset-Backed Securities*) e os CDO (*Collateralized Debt Obligations*); além de ter servido para ampliar a integração do sistema de financiamento residencial ao mercado de capitais. (idem, 2009).

A partir de 2002 a ampliação da escala do mercado imobiliário se deu com a inclusão do segmento de hipotecas *subprime* – que é o crédito concedido aos indivíduos sem histórico de crédito ou com histórico de inadimplência, sendo constituído por famílias de baixa renda. Parte dos tomadores de hipotecas *subprime* ficou até conhecida nos EUA como devedores ninja por não terem renda, trabalho e patrimônio suficiente (*no income, no job or assets*).

Além de serem direcionados a tomadores sem capacidade de pagamento comprovada, os créditos imobiliários *subprime* apresentavam outras características que agravavam seu risco. Eram operações de longo prazo, normalmente de trinta anos, com condições híbridas de pagamento, por envolverem dois regimes diferentes de taxas de juros e de reajuste de prestações em um mesmo empréstimo. Assim, por um período inicial de dois ou três anos, as prestações e as taxas de juros eram fixas e relativamente baixas [era praticada a taxa denominada de *teaser rate* – taxa de juros baixa para atrair os clientes]. Em compensação, nos 27 ou 28 anos restantes, as prestações subiam muito de valor e passavam a ser anualmente reajustadas com base em taxas de juros flutuantes de mercado. Eram os chamados empréstimos do tipo 2/28 ou 3/27. (TORRES F; BORÇA JR, 2009, p. 297).

As inovações financeiras, principalmente o processo de securitização e a *balloon payments*, tiveram um importante papel para a expansão dessas operações. As operações envolvendo as hipotecas *subprime* não possuíam as garantias que eram normalmente oferecidas pelo governo federal americano a empréstimos residenciais para tomadores de baixa renda pelo fato de não atenderem aos parâmetros exigidos pelo governo. Entretanto, isto não impediu que instituições privadas, por meio do processo de securitização e por meio das SIVs, agissem transformando as carteiras de hipotecas *subprime* em títulos.

Outros fatores também ajudam a explicar o porquê que houve a exploração deste mercado por bancos e financeiras, são eles: a estabilidade alcançada pelos EUA no início da década de

1990, a crescente desregulamentação financeira e a possibilidade de especulação neste setor. Este mercado por ser mais ariscado também possibilitava maiores ganhos, além de ser um mercado de grande porte. Assim, entre 2003 e 2006, a emissão de hipotecas *subprime* passou de 8,5% para mais de 20% da totalidade de hipotecas emitidas, algo que foi sustentado pelo processo de securitização desses créditos. A Tabela 1 apresenta os dados da emissão de hipotecas nos EUA para o período que vai de 2001 a 2006 trazendo os dados do total de hipotecas emitidas em bilhões de dólares, o total de hipotecas *subprime* em bilhões de dólares e o total de hipotecas *subprime* securitizadas em bilhões de dólares. Através dessa Tabela pode-se observar que “em 2001, metade das operações *subprime* – no valor global de US\$ 95 bilhões – era transferida a investidores dos mercados de capitais. Em 2006, os volumes de securitização haviam aumentado em cinco vezes, atingindo US\$ 483 bilhões, ou 80,5% do total” (TORRES F; BORÇA JR, 2009, p. 297). A referida Tabela também demonstra que o auge da bolha de hipotecas foi em 2003, quando o valor das hipotecas emitidas apresentou o maior patamar (algo em torno de 4 trilhões de dólares). Porém, foi só a partir do ano de 2004 que as hipotecas *subprime* ganharam maior relevância.

TABELA 1 – Emissão de hipotecas nos EUA para o período de 2001 a 2006

ANOS	HIPOTECAS EMITIDAS (US\$ BILHÕES) (A)	HIPOTECAS SUBPRIME (US\$ BILHÕES) (B)	(A)/(B) %	HIPOTECAS SUBPRIME SECURITIZADAS (US\$ BILHÕES)	(C)/(B) %
2001	2.215	190	8,6	95	50,4
2002	2.885	231	8,0	121	52,7
2003	3.945	335	8,5	202	60,5
2004	2.920	540	18,5	401	74,3
2005	3.120	625	20,0	507	81,2
2006	2.980	600	20,1	483	80,5

Fonte: Torres F., 2008.

O alto percentual de securitização das hipotecas *subprime* reportado na Tabela 1 demonstra que esses empréstimos foram financiados, principalmente, pela obtenção de recursos com a

venda de títulos no mercado de capitais. Para tal, segundo Torres F. (2008), o processo tinha início a partir da transferência de diversificados contratos de hipotecas para um determinado fundo de investimento (o *mortgage pool*), que emitia *tranches* de classes diferentes e com taxas de retorno que possuía uma relação direta com o risco das *tranches*. As agências de classificação de risco calculavam o tamanho e o risco-retorno⁸³ de cada *tranche* a partir de seus modelos estatísticos. Após as *tranches* serem classificadas de acordo com seus riscos, elas eram divididas em três grupos: as de menor risco, cuja classificação era AAA, AA e A, eram vendidas diretamente aos investidores; já as de risco médio, cuja classificação era B, BB e BBB, assim como as classificadas como de risco extremo, que era denominada de capital, sofriam uma nova transformação financeira para melhorar sua classificação de risco. Esta transformação financeira se dava com o uso de derivativos. As *tranches* de risco médio “(...) eram transferidas a um Fundo CDO, junto com outros títulos de dívida, derivativos e até mesmo outros investimentos imobiliários” (TORRES F.; 2008, p. 6), o que significa que um CDO composto de hipotecas residências apresentava também direitos sobre milhares de outros contratos que eram agrupados de formas diferentes e através do uso de variados instrumentos. O objetivo dessa transformação financeira era diluir o risco de cada hipoteca individualmente para, com isto, obter melhores classificação de risco.

O CDO, com base nesses ativos, emitia novas séries de títulos com características de risco e retorno escalonadas, a exemplo do fundo de hipotecas. Através desse expediente, os bancos conseguiam que 75% das dívidas colocadas no CDO dessem lugar a novos títulos classificados pelas empresas especializadas em níveis superiores aos *ratings* dos ativos que constituíram o fundo. Assim, por exemplo, cada US\$ 100 em cotas já existentes de risco BBB, que eram incluídas na carteira de um CDO, davam lugar a US\$ 75 em títulos novos de classificação superior, ou seja, AAA, AA e A. Dessa forma, os bancos podiam obter recursos mais baratos para financiar essa parte menos nobre dos *subprime*. (TORRES F.; 2008, p. 6).

Já a *tranche* de pior risco era repassada para as SIVs. “Para garantir aos investidores que as SIV eram robustas, os bancos fundadores dessas empresas estendiam linhas de crédito que

⁸³ “A parcela que assumia as primeiras perdas com atrasos ou inadimplência era chamada de Capital (*Equity*), mas também era conhecida como ‘Lixo Tóxico’ (*Toxic Waste*), pela dificuldade de ser descartada. Os detentores dessas cotas recebiam, em troca, a taxa de remuneração mais elevada e serviam, assim, como amortecedores de risco para os demais investidores. Caso os prejuízos viessem a ser superiores ao montante aportado como *Equity*, o excedente passava a ser automaticamente de responsabilidade dos investidores da classe de risco seguinte, no caso a “B”, e assim sucessivamente. Na posição final, estava a *tranche* do tipo AAA. Seus detentores só teriam perdas caso todos os demais cotistas tivessem sofrido perdas integrais. Trata-se, portanto, de uma classe de investimento extremamente segura, mas que, por isso mesmo, proporcionava um ganho pequeno frente ao que era pago aos demais investidores” (TORRES F.; 2008, p. 5).

permitiam às SIV enfrentar dificuldades circunstanciais de liquidez” (TORRES F.; 2008, p. 7).

Desta forma, observa-se que o mercado imobiliário americano foi altamente afetado pelo processo de desregulamentação financeira, apresentando uma predominância do processo de securitização e operando com novos produtos financeiros. “(...) As inovações financeiras no mercado secundário de hipotecas tornaram mais complexa a avaliação de risco das operações ao vincularem diferentes segmentos dos mercados de capitais e de crédito” (CAGNIN, 2009, p. 268); além de terem ampliado as interconexões entre as instituições financeiras reguladas com as instituições pertencentes ao GSBS, que operavam à ‘sombra’ da regulação.

4.2.2 A Eclosão da Crise do *Subprime*

Entre 2001 a 2004 (em que os preços dos imóveis continuavam a subir), as taxas de juros americanas apresentaram uma forte diminuição, passando de 5,5% ao ano em janeiro de 2001 para 1,0% ao ano em junho de 2003 e permanecendo assim até maio de 2004. A Figura 10 traz a evolução da meta da *Federal Funds Rate* (% a.a.) para o período que vai de janeiro de 1999 a abril de 2008. A taxa de juros neste patamar possibilitava que os credores *subprime* com dificuldade de arcar com os reajustes de suas hipotecas pudessem contratar um novo empréstimo hipotecário para o mesmo imóvel como alternativa para liquidar o financiamento existente. Essa troca permitia a redução do valor das prestações ou o aumento do valor financiado, além de dar início a outro período de prestações fixas baixas e proporcionar ao credor o recebimento de uma soma em dinheiro⁸⁴ – que era proporcional à valorização líquida do imóvel. (TORRES F; BORÇA JR, 2009).

⁸⁴ Esta soma recebida pelo credor lhe proporcionava não só custear a liquidação e a recontração dos empréstimos, como também financiava suas despesas correntes.

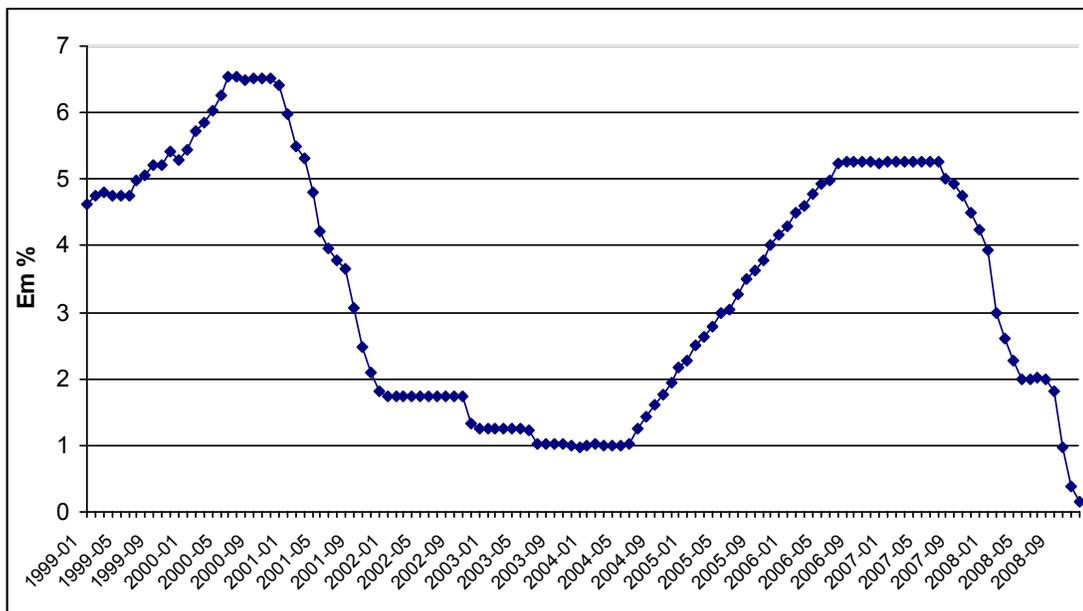


FIGURA 10 – Evolução da meta da *Federal Funds Rate* - % a.a. (jan-99 a dez-08)

Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Federal Reserve

Este processo acabou se tornando uma verdadeira ‘bola de neve’ financeira, que foi caracterizada por diversos autores como um processo Ponziano. Como tal, era altamente dependente das condições de liquidez do mercado financeiro. Assim, uma deteriorização destas condições poderia levar a um processo de inadimplementos e execuções, que poderia gerar um processo de deflação de ativos e, conseqüentemente, uma crise neste setor. Tal reversão das condições de liquidez aconteceu quando o Fed reverteu a condução da política monetária com a intenção de conter a inflação. Com isto, a taxa de juros saltou do patamar de 1% a. a. em maio de 2004, para 5,25% a.a. em abril de 2006, tal como pode ser observado pela Figura 10. Essa política monetária contracionista ainda prejudicou as margens de ganho especulativo imobiliário, que era um importante fator de sustentação das renegociações de crédito, o que prejudicou ainda mais as condições de crédito. (TORRES F; BORÇA JR, 2009). Além disso, o ano de 2006 marca o fim do período de taxas de juros baixas de muito dos contratos hipotecários associados a *ballon payments*, o que fez com que a taxa de juros passasse de algo em torno de 2 a 3% a.a. para algo em torno de 10 a 15% a.a. (CAGNIN, 2009). Estes fatores praticamente inviabilizaram o refinanciamento das hipotecas, o que levou a uma ampliação da inadimplência e de execuções.

Paralelamente a isto, os preços dos imóveis começaram a cair ainda em 2006, algo retratado pela Figura 8. Segundo Arienti e Inácio (2010, p. 19), “a própria elevação dos preços das

residências no período anterior, que levou à expansão do mercado de imóveis, fez com que, no momento seguinte, o excesso de oferta pressionasse os preços para baixo”. Isto fez com que o valor das dívidas hipotecárias de alguns mutuários superasse o valor real dos seus imóveis, o que os levou a entregar os imóveis aos seus credores. O mecanismo denominado de *walk away* permitia que a hipoteca fosse quitada com a entrega do imóvel pelo mutuário ao seu credor. Como os imóveis serviam como colateral nos contratos hipotecários, a diminuição dos seus preços também prejudicou ainda mais a possibilidade de refinanciamento das hipotecas, pois significou uma redução da margem de segurança ao banco credor. Isto também dificultou ainda mais a venda dos créditos hipotecários a terceiros no mercado de capitais.

O aumento das execuções dos imóveis pelos mutuários aos credores fez com que estes oferecessem cada vez mais imóveis nos leilões, o que deprimiu ainda mais os preços dos imóveis. A Figura 11 traça uma relação entre a variação acumulada em 12 meses dos preços dos imóveis com as taxas de inadimplência e de execuções no segmento *subprime* para o período que vai de 1998 a 2008. Através desta Figura, percebe-se que, enquanto a variação dos preços dos imóveis diminuía, as taxas de inadimplência e de execuções no segmento *subprime* eram cada vez maiores, o que demonstra uma forte correlação negativa entre a primeira com as duas outras séries.

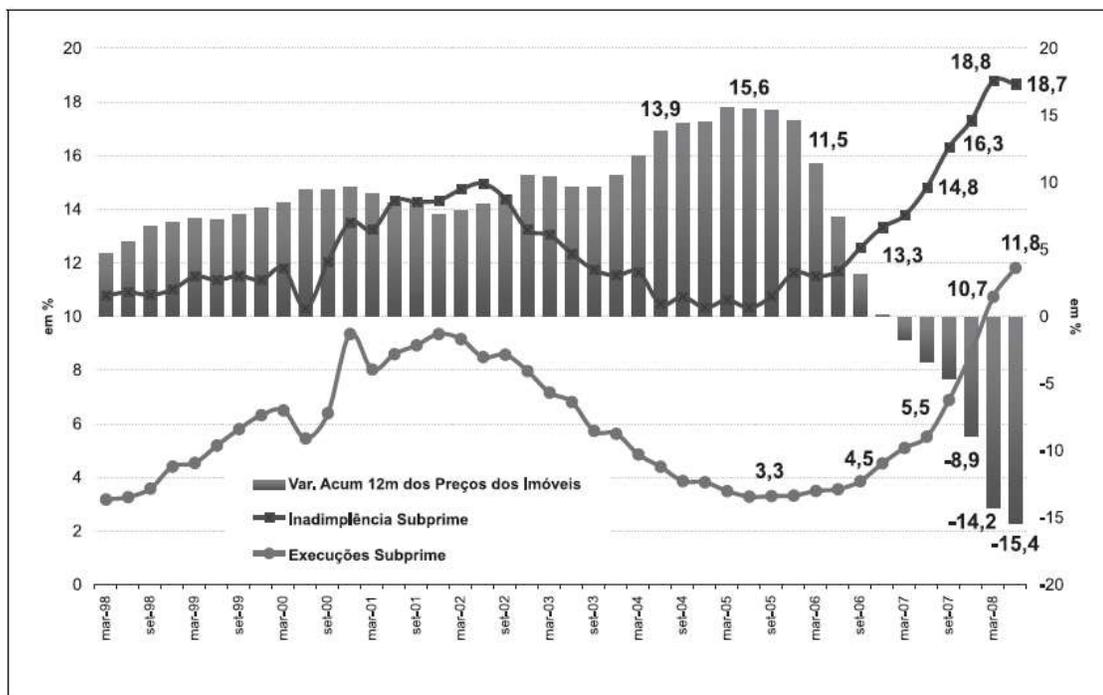


FIGURA 11 – Variação acumulada (em 12 meses) dos preços dos imóveis, taxa de inadimplência e de execuções do segmento *subprime* para o período de 1998 ao segundo semestre de 2008

Fonte: TORRES F; BORÇA JR, 2009

Nota: A variação acumulada em 12 meses dos preços dos imóveis foi medido para as vinte regiões metropolitanas dos EUA através do índice Case Shiller.

Desta forma, o ciclo de valorização de ativos imobiliários foi substituído por um ciclo deflacionário. Os investidores que haviam comprado os títulos lastreados em *subprime*, ao perceberem o aumento do risco dos seus investimentos, tentaram se desfazer desses papéis. Isto provocou a ampliação da oferta desses papéis no mercado e, com isto, houve uma forte queda do seu valor. Esse processo desencadeou um círculo vicioso que resultou na crise no mercado de hipotecas *subprime*.

A crise do mercado *subprime* não se limitou apenas ao mercado imobiliário, contaminando outros segmentos do mercado financeiro (tal como o mercado de crédito e a bolsas de valores), o que deu um caráter sistêmico à crise. Em grande parte, isto se deu pelo intenso uso das técnicas de securitização. Com isto, os bancos e financeiras que haviam comprado papéis lastreados em hipotecas *subprime*, com o ciclo deflacionário no setor imobiliário, passaram a apresentar uma crise patrimonial, pois viram os seus direitos a receber despencarem. Assim, algumas instituições ficaram insolventes, enquanto outras faliram.

Como várias classes de MBS possuíam uma fração considerável de hipotecas *subprime*, a ampliação da sua inadimplência contaminou os MBS. A ampliação da inadimplência das hipotecas *subprime* ainda fez com que as agências de classificação de risco, que antes haviam classificado os MBS que possuíam hipotecas *subprime* como de baixo risco, rebaixassem a classificação de risco desses ativos, algo que os colocou ainda mais em desconfiança, principalmente, em relação aqueles não emitidos pelas GSE, e ainda fez com que os fundos de pensão e seguradoras se desfizessem desses ativos.

A crise no mercado de MBS contaminou os mercados em que esses títulos serviam como garantias – tais como os mercados de CDO, de ABCP e de repo – porque os investidores retiraram os seus fundos desses mercados, dado que eles não conseguiam distinguir os MBS seguros dos arriscados e também motivados pela redução da classificação de risco dos MBSs. Isto congelou os mercados que utilizavam os MBSs como garantias e gerou uma ‘corrida’ contra as instituições financeiras pertencentes ao GSBS que operavam nesses mercados, fazendo com que o problema de liquidez fosse ampliado. As duas grandes GSEs (a *Fannie Mae* e a *Freddie Mac*) são exemplos de instituições pertencentes ao GSBS fortemente prejudicadas pela crise no mercado de MBS. Segundo Farhi e Cintra (2008), as duas companhias carregavam, em junho de 2008, US\$ 4,7 trilhões por meio da emissão de dívida ou de garantias a títulos hipotecários⁸⁵, o que representava 32% do total dos créditos hipotecários nos EUA (US\$ 14,8 trilhões). Estas instituições sofreram enormes perdas com a inadimplência das hipotecas *subprime* por terem de arcar com as garantias de títulos hipotecários vendidos e por possuírem em suas carteiras MBS⁸⁶.

As seguradoras (*monolines* e outras), instituições que possuíam um papel-chave no *global shadow banking system*, também apresentaram enormes prejuízos com a crise do *subprime* pela venda de proteção contra riscos de crédito. O caso mais emblemático envolveu a AIG. Segundo Farhi e Cintra (2008, p. 34), esta instituição “(...) tinha assumido posição de venda

⁸⁵ “Títulos emitidos pela *Fannie Mae* e pela *Freddie Mac* foram considerados pelos gestores das reservas internacionais como tão ‘sem riscos’ quanto os títulos do Tesouro americano, com a vantagem de oferecer rendimentos um pouco mais elevados. (...) De acordo com o Tesouro americano, os maiores detentores das dívidas das agências americanas eram China e Japão”. (FARHI; CINTRA, 2008, p. 33). Em junho de 2008, US\$ 1,6 trilhão do total da dívida destas agências estava nas mãos de investidores estrangeiros, sendo US\$ 1,1 trilhão em portfólios de credores oficiais e US\$ 546,7 bilhões de credores privados.

⁸⁶ “Joshua Rosner, an analyst at Graham Fisher, a research firm, who was one of the first to identify the problems in the mortgage market in early 2007, reckons Fannie and Freddie were buying 50% of all “private-label” mortgage-backed securities in some years — that is, those issued by conventional mortgage lenders. This left them exposed to the very subprime assets they were meant to avoid” (THE ECONOMIST, 2008).

de proteção contra riscos de crédito de mais de US\$ 460 bilhões, incluindo US\$ 60,6 bilhões em proteção para ativos vinculados às hipotecas *subprime*”. Com a crise do *subprime*, segundo os autores, a AIG declarou entre perdas e baixas contábeis um prejuízo na ordem de US\$ 321 bilhões. As demais instituições pertencentes ao GSBS, que atuavam assumindo posições vendidas em proteção contra os riscos de crédito no mercado de derivativos, apresentaram também altos prejuízos.

Nos derivativos de crédito, além dos prejuízos ocasionados aos vendedores de proteção pela alta dos preços dos CDS, agregaram-se, em primeiro lugar, os prejuízos decorrentes da concretização dos eventos de crédito incluídos nos contratos de CDS. Verificou-se que essa definição costumava ser muito ampla, incluindo, além de falência, necessidades de recapitalização. Isso fez com que a proteção conferida por CDS que tinham por ativo subjacente os títulos das GSE — do Lehman Brothers e dos bancos hipotecários, por exemplo — fosse exercida, obrigando os vendedores de proteção a cumprir o compromisso assumido de efetuar o pagamento das somas predeterminadas aos que compraram essa proteção. (FARHI; CINTRA, 2008, p. 40).

A crise do *subprime* também contaminou o mercado de *commercial papers*, por inibir os investidores de atuar nesse mercado, prejudicando também a captação de recursos de curto prazo pelas instituições financeiras (principalmente as SIVs). Segundo Sanches (2014, p. 12), a crise nestes mercados (CDO, repo, ABCP, *commercial papers*) “(...) foi grave o suficiente para transformar o pânico inicial em um evento sistêmico - uma crise bancária”.

Uma importante questão tem de ser salientada: com a inadimplência dos contratos de hipotecas *subprime*, os bancos de origem destes contratos voltaram a incorporar as SIVs com os contratos de MBSs desvalorizados devido à existência de acordos de recompra nas situações de desvalorização das carteiras de crédito e ao uso crescente das linhas de crédito ofertadas pelos bancos às SIVs. Isto fez com que os riscos, que teoricamente haviam sido transferidos, voltassem às carteiras dos bancos de origem. “Ou seja, ao invés de o risco cair sobre os investidores, conforme pressupunha o modelo de securitização, as perdas acabaram por se acumular nas instituições financeiras de origem de MBSs” (ARIENTI; INÁCIO, 2010, p. 20). Em 2007, quando o HSBC divulgou seu balanço com perdas em operações imobiliárias, o problema veio a tona. Em agosto do mesmo ano, o PNB Paribas reconheceu que não conseguia avaliar o risco das CDOs em carteira e congelou cerca de 2,73 bilhões de dólares de três de seus *hedge funds*. Em dezembro de 2007 foi a vez do Citigroup anunciar que estava reincorporando a SIV que havia criado, assumindo assim um total de 49 bilhões de dólares em ativos de péssima qualidade. (TORRES F.; 2008).

Como diversas instituições financeiras internacionais carregavam títulos lastreados em hipotecas *subprime* (o que levou a quedas nas ações de bancos e instituições financeiras), o processo de turbulência no mercado financeiro ganhou escala global. Em abril de 2007, quando uma das maiores instituições originadoras de hipotecas declarou falência, a *New Century Financial*, a escala global da crise ficou evidente dado que entre os seus principais credores estavam a Goldman Sachs e o Barclays Capital – instituição de propriedade do banco britânico Barclays. Em março do mesmo ano, o banco suíço UBS anunciou o fechamento de sua subsidiária americana que atuava no segmento de hipotecas *subprime*, a Dillon Read Capital Management (FUNDAP, 2014). A Tabela 2 mostra as principais perdas associadas às hipotecas *subprime* até meados de outubro de 2008 em bilhões de dólares. Por meio da Tabela 2 percebe-se que entre as principais perdas associadas às hipotecas *subprime* encontram-se grandes instituições financeiras de diversos países.

TABELA 2 – Principais perdas associadas às hipotecas *subprime* até meados de outubro de 2008 (Em US\$ Bilhões)

	BAIXAS CONTÁBEIS	APORTES DE CAPITAL
Wachovia Corporation	96,7	11,0
Citigroup	68,1	74,0
Merrill Lynch	58,1	29,9
Washington Mutual	45,6	12,1
UBS	44,2	32,2
HSBC	27,4	5,1
Bank of America	27,4	55,7
JPMorgan Chase	20,5	44,7
Wells Fargo & Company	17,7	30,8
Morgan Stanley	15,7	24,6
Lehman Brothers	13,8	13,0
IKB Deutsche	13,8	11,3
Royal Bank of Scotland	13,6	57,0
Deutsche Bank	9,7	5,9
Credit Suisse	10,0	3,0
Outros	275,3	236,0
Total	660,9	635,3

Fonte: TORRES F.; BORÇA JR., 2008

As autoridades monetárias até tentaram reagir, principalmente, injetando liquidez e reduzindo as taxas de juros. A *Federal funds effective rate*, que havia alcançado o patamar de 5,25% a.a em julho de 2006 e permaneceu nesse patamar até julho de 2007, começou a se reduzir consecutivamente chegando ao patamar de 0,16% a.a. em dezembro de 2008 (vide a Figura 10). Entretanto, no ano de 2008, a divulgação dos balanços das instituições financeiras (que apresentavam enormes prejuízos) ampliou o processo de caos e contaminou as bolsas de valores de vários países⁸⁷ – o que espalhou ainda mais os reflexos da crise globalmente. A quebra do *Lehman Brothers*, que ocorreu em setembro de 2008, foi um acontecimento que agravou profundamente a atual crise financeira internacional e afetou fortemente as bolsas de valores de diversos países.

⁸⁷ “As bolsas de valores de diversos países caíram em 2008: 7,2% em Frankfurt, 6,3% em Paris, 5,5% em Londres, 6,6% em São Paulo, 5,4% no México, 5,1% em Xangai e 3,9% em Tóquio” (ARIENTI; INÁCIO, 2010, p. 20).

A crise *subprime* mostra, portanto, o potencial de instabilidade existente num arranjo financeiro marcado pela desregulamentação, no qual a possibilidade de criação de sofisticados produtos financeiros e sua capacidade de alavancagem proporcionam uma extraordinária elevação da liquidez e do crédito, acima da capacidade real da economia. Quando a base que sustenta a lógica especulativa desmorona – no caso da crise *subprime*, a queda do preço dos imóveis residenciais e o crescente aumento da inadimplência das hipotecas –, a crise financeira contamina a economia real, conduzindo-a para uma recessão mundial. (ARIENTI; INÁCIO, 2010, p. 21).

Desta forma, alguns autores heterodoxos destacam que a crise do *subprime* tem uma causa estrutural, que foi a desregulamentação financeira – algo incentivado pelo processo de liberalização do sistema financeiro americano. Um desses autores é o Bresser-Perreira. Segundo ele (2010, p. 52): “(...) a crise foi causada pela desregulação dos mercados financeiros e pela especulação selvagem que essa desregulação permitiu. A desregulação foi o fato histórico novo que abriu as portas para a crise”. Para o autor (2010, p. 62), todas as causas imediatas da crise – “(...) más avaliações de crédito, uso descontrolado de alavancagem, inovações financeiras mal compreendidas, um sistema falho de classificação de risco ou *rating* e práticas de remuneração com bônus altamente agressivas que incentivavam a tomada de riscos e os ganhos no curto prazo” – foram resultantes tanto da desregulação deliberada dos mercados financeiros quanto da decisão de não regular as inovações financeiras (principalmente a securitização e os derivativos) e das práticas de tesouraria dos bancos (que tornou o setor bancário comercial altamente especulativo). Tymoigne (2009) também defende que a desregulamentação financeira seja a causa estrutural da atual crise. Para ele (2009, p. 1):

(...) Unsupervised financial innovations and lenient government regulation are at the root of the current financial crisis and recession. Combined with a long period of economic expansion during which default rates were stable and low, deregulation and unsupervised financial innovations generated incentives to make risky financial decisions. Those decisions were taken because it was the only way for financial institutions to maintain market share and profitability.

A reversão da condução da política monetária praticada pelos EUA a partir do segundo trimestre de 2004 (passando a ser bastante restritiva), que inviabilizou as condições de expansão do ciclo imobiliário americano, é vista como um fator propagador da crise (HERMANN, 2008), tal como na hipótese de instabilidade financeira.

A partir de uma análise minskyana, verifica-se que o processo de liberalização financeira – por ter ampliado a desregulamentação do setor financeiro (e, com isto, ter ampliado o processo de desintermediação financeira) e por ter mudado a arquitetura do sistema financeiro dos EUA e do mundo, com a criação do *Global Shadow Banking System* – ampliou o grau de fragilidade financeira dos EUA, constituindo-se como causa estrutural da crise do *subprime*. O *boom* do mercado imobiliário americano ampliou o otimismo de diversas instituições financeiras (reguladas e não reguladas), fazendo com elas passassem a assumir mais riscos – principalmente pelo uso de inovações financeiras (tais como: a securitização e os derivativos de crédito) e operando com um alto grau de alavancagem – provocando uma grande fragilização dos seus balanços. Esta fragilização ficou cada vez mais evidente com a ampliação da inadimplência das hipotecas imobiliárias, que causou um enorme prejuízo a algumas instituições e a falência de outras. Dado o comportamento dos agentes durante os períodos de otimismo (inovando e assumindo mais riscos), observa-se que o processo de expansão capitalista é inerentemente instável. Assim, faz-se necessário a adoção de políticas de estabilidade financeira (regulação e supervisão financeira) para atenuar esta instabilidade, algo que se daria via reformas. Com o intuito de evitar uma nova crise sistêmica global e de diminuir o grau de fragilidade financeira, os EUA implementou uma nova reforma financeira, a Lei Dodd-Frank.

CAPÍTULO 5: UMA ANÁLISE DO GSBS PARA O PÓS-CRISE 2007-2008

Para a análise do *global shadow banking system* no período posterior ao estouro da bolha do *subprime* será utilizado o relatório da FSB⁸⁸, o *Global Shadow Banking Monitoring Report* 2014. Neste relatório, o FSB (2014) utiliza dados e informações da intermediação financeira não bancária como uma variável *proxy* conservadora para se medir o *shadow banking system*. A intermediação financeira não bancária – que é observada através da estimativa MUNFI (*Monitoring Universe of Non-Bank Financial Intermediation*) – é medida pelo total de ativos financeiros detidos por outros intermediários financeiros (OIF) que incluem todos os intermediários financeiros não bancários, com exceção das companhias de seguros, fundos de pensão e instituições financeiras públicas. A Figura 12 traz a decomposição da estimativa MUNFI por setores, em porcentagem, no final do ano de 2013.

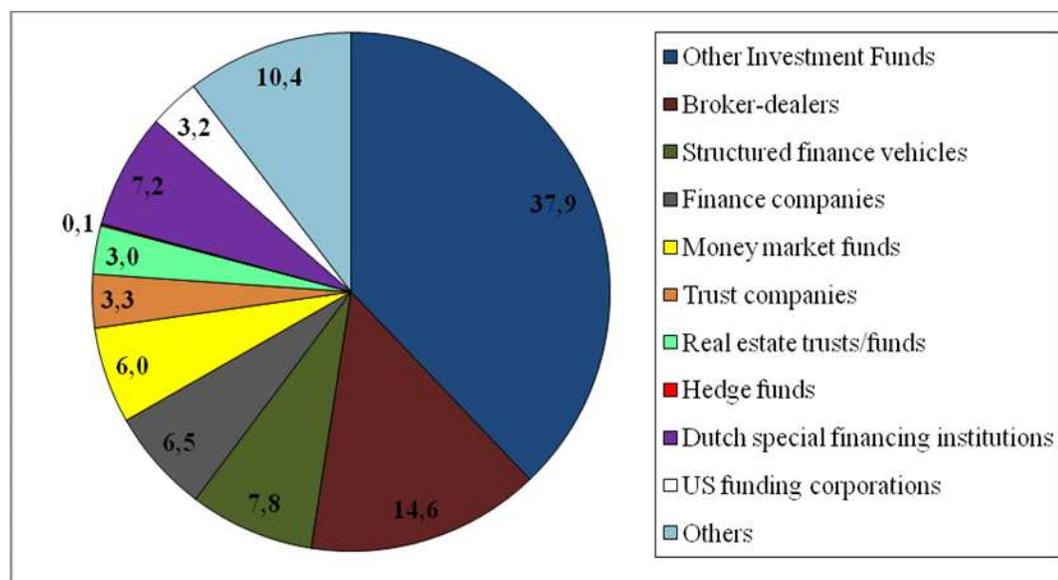


FIGURA 12 – Decomposição da Estimativa MUNFI por Setores no Final do Ano de 2013 (em %).

Fonte: FSB (2014)

Elaboração Própria

Nota: A amostra inclui dados de 25 países e abrange 90% dos ativos do sistema financeiro mundial.

⁸⁸ É importante destacar que o relatório do FSB abrange a cobertura do exercício de acompanhamento de cerca de 80% do PIB mundial e 90% dos ativos do sistema financeiro mundial a partir de uma amostra que inclui dados de 25 países, são eles: Argentina, Austrália, Brasil, Canadá, Chile, China, Hong Kong, Indonésia, Índia, Japão, Coréia, México, Rússia, Arábia Saudita, Cingapura, Suíça, Turquia, Reino Unido, Estados Unidos, África do Sul, Alemanha, França, Itália, Holanda e Espanha.

Para o ano de 2013, o setor de outros fundos de investimento (*Other Investment Funds*) apresentava o maior peso na estimativa MUNFI, com uma participação de 37,9% do total da estimativa. Ou seja, um pouco mais de um terço da estimativa MUNFI era composto por este setor. *Broker-dealers* foi o setor com a segunda maior participação (14,6%). Já os *hedge funds* foi o setor com menor participação dentre todos (0,1%). Segundo FSB (2014), este setor permanece subestimado na estimativa MUNFI pelo fato dos centros financeiros *offshore*, onde a maioria dos *hedge funds* estão domiciliados, não fazerem parte do escopo do exercício da pesquisa.

As economias avançadas continuam apresentando os maiores sistemas financeiros não bancários. “Combinadas, a área do euro, Estados Unidos e Reino Unido representam 80% dos ativos totais MUNFI globais em 2013. Isso se compara com a sua quota mais modesta (53%) em termos de ativos bancários globais” (FSB, 2014, p. 10). A Tabela 3 apresenta a participação dos países no total dos ativos MUNFI, em porcentagem, para os anos de 2007 e 2013. Através desta tabela, verifica-se que a participação relativa dos países no total dos ativos MUNFI mudou de 2007 a 2013, com os EUA apresentando uma diminuição relativa (passou de 40,5% para 33,5%), enquanto houve uma ligeira elevação da área do euro (de 33,1% para 33,7%) e Reino Unido (de 10,9% para 12,4%) e um expressivo aumento da China (de 0,6% para 4,0%).

TABELA 3 – Participação dos Países no Total dos Ativos MUNFI para os anos de 2007 e de 2013 (em porcentagem)

Países	2007	2013
Área do Euro	33,1	33,7
Argentina	0,0	0,0
Austrália	1,3	1,0
Brasil	1,1	1,5
Canadá	2,4	2,9
Chile	0,1	0,1
China	0,6	4,0
Hong Kong	0,2	0,3
Índia	0,3	0,4
Indonésia	0,0	0,1
Japão	5,3	4,8
Coréia	1,5	2,0
México	0,2	0,4
Rússia	0,1	0,1
Arábia Saudita	0,0	0,0
Singapura	0,1	0,2
África do Sul	0,2	0,3
Suíça	1,8	2,3
Turquia	0,1	0,1
Reino Unido	10,9	12,4
EUA	40,5	33,5

Fonte: FSB (2014)

Elaboração Própria

Nota: A amostra inclui dados de 20 países mais a Área do Euro (que é constituído por Alemanha, França, Itália, Holanda e Espanha) e abrange 90% dos ativos do sistema financeiro mundial.

Através da estimativa MUNFI, observa-se que o *global shadow banking system* cresceu no ano de 2013 na ordem de 5 trilhões de dólares, alcançando o patamar de 75 trilhões de dólares. Segundo o FSB (2014), após o ajuste para efeitos da taxa de câmbio, os ativos MUNFI obtiveram um crescimento em 2013 de 7,1% (ante um crescimento de 7,2% no ano de 2012), resultado que foi impulsionado, em grande parte, por um aumento geral na valorização dos mercados financeiros globais. A Figura 13 traz a evolução do total de ativos financeiros dos intermediários financeiros em trilhões de dólares. A partir desta Figura, verifica-se que a estimativa MUNFI cresce desde 2008 e que já apresenta patamares mais elevados do que o período anterior ao da crise de 2007/2008.

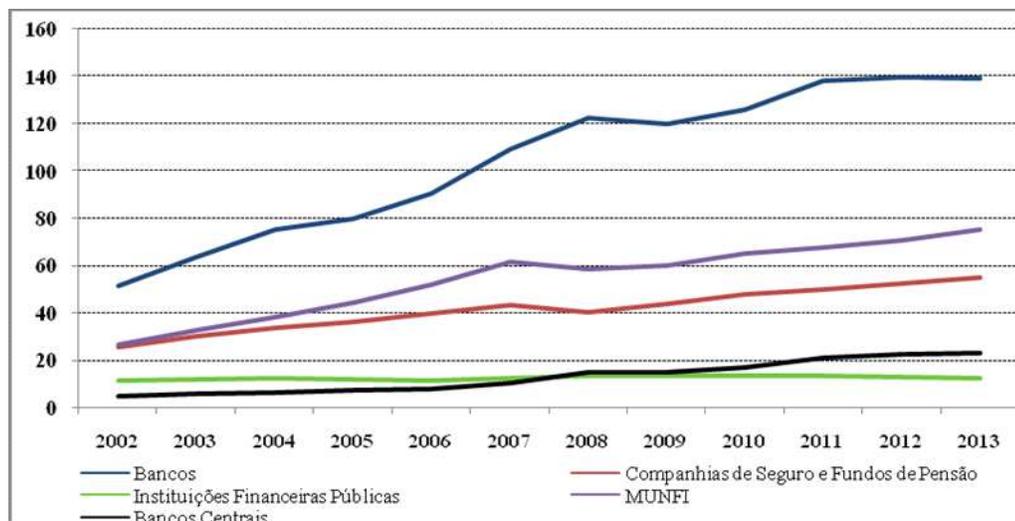


FIGURA 13 – Total de Ativos Financeiros dos Intermediários Financeiros (em trilhões de dólares).

Fonte: FSB (2014)

Elaboração Própria

Nota: A amostra inclui dados de 25 países e abrange 90% dos ativos do sistema financeiro mundial. A categoria Bancos abrange todas as instituições de captação de depósito.

Através da Figura 13, observa-se também que o total de ativos financeiros dos bancos, companhias de seguro e fundos de pensão e dos bancos centrais também se elevou de 2007 a 2013. Porém, os ativos financeiros dos bancos ficaram relativamente estáveis nos últimos dois anos. O total de ativos das instituições financeiras públicas permaneceu praticamente estável de 2007 a 2013.

Através da análise da participação dos intermediários financeiros no total dos ativos financeiros (Figura 14), verifica-se que a participação dos ativos MUNFI no ano de 2013 foi algo em torno de 25%, o que significa que, em média, um quarto dos ativos financeiros pertence aos intermediários financeiros não bancários. Algo também importante de se notar é que esta participação de 25% é praticamente estável desde a crise de 2007-2008 e que a participação do total dos ativos dos bancos no total dos ativos financeiros vem se reduzindo desde 2008, quando ela passou de 49,2% para 45,6% no final de 2013. Ou seja, do ponto de vista global, os ativos dos intermediários financeiros não bancários já é um pouco mais da metade do total dos ativos do sistema bancário.

Já a participação dos ativos dos bancos centrais no total dos ativos financeiros apresenta uma elevação desde o ano de 2007, quando representava 4,3%, alcançando o patamar de 7,5% em 2013. Este resultado deve-se à forma de atuação dos bancos centrais perante a crise, quando

estes adquiriram ativos das instituições financeiras para ampliar a liquidez do sistema financeiro e como medida de resgate das instituições insolventes ou em falência.

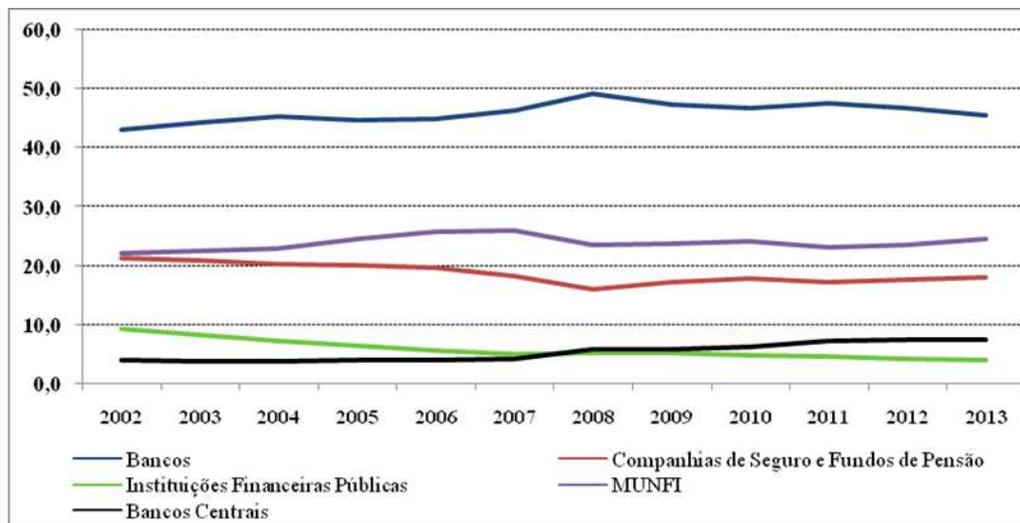


FIGURA 14 – Participação dos Intermediários Financeiros no Total dos Ativos Financeiros (em %)

Fonte: FSB (2014)

Elaboração Própria

Nota: A amostra inclui dados de 25 países e abrange 90% dos ativos do sistema financeiro mundial. A categoria Bancos abrange todas as instituições de captação de depósito.

Em relação ao PIB, o total dos ativos MUNFI alcançou o patamar de 120,1% em 2013, que é próximo ao seu pico pré-crise. A Figura 15 apresenta a evolução do total dos ativos MUNFI em relação ao PIB e demonstra como que esses ativos retomaram a tendência de crescimento após a crise de 2007/2008, recuperando-se da baixa pós-crise, quando havia passado de 123,4% do PIB em 2007 para 112,6% do PIB em 2008.

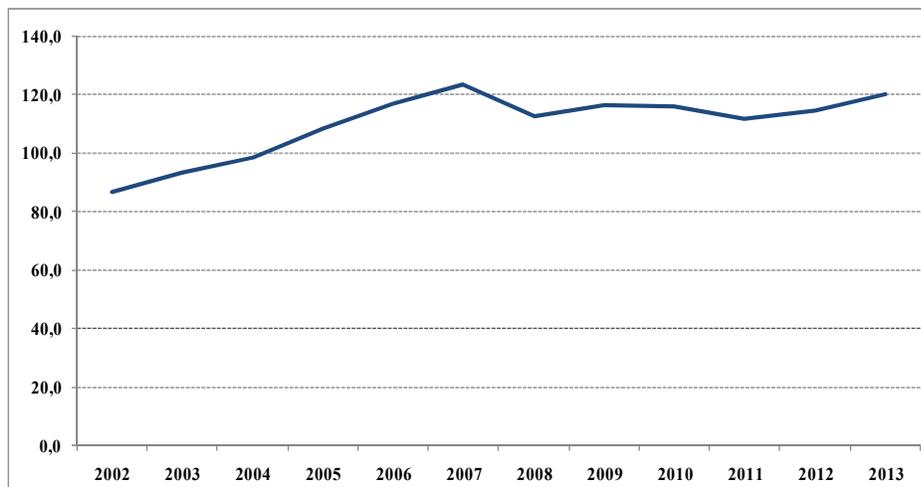


FIGURA 15 – Total dos Ativos MUNFI em Relação ao PIB

Fonte: FSB (2014)

Elaboração Própria

Nota: A amostra inclui dados de 25 países e abrange 90% dos ativos do sistema financeiro mundial.

Segundo dados do FSB (2014), entre os setores do MUNFI, as *Trust companies* foi o que apresentou o maior crescimento no ano de 2013 com 41,9%. O segundo maior crescimento em 2013 foi o do setor de outros fundos de investimento com 18,2%. Já o setor *Structured finance vehicles* (veículos financeiros estruturados) apresentou a maior queda em 2013 (-5,5%). Quando comparado com o crescimento médio para o período entre 2007 a 2012, observa-se que o setor outros fundos de investimento e o setor de veículos financeiros estruturados apresentaram um crescimento acelerado (passando de 4,3% para 18,2% e de 39,9% para 41,9%, respectivamente), enquanto o setor *Real estate trusts/funds* apresentou uma forte queda (passando de 8,8% para -1,3%). A Figura 16 apresenta a taxa de crescimento dos ativos MUNFI por setor para o ano de 2013 e o crescimento médio para o período entre 2007 a 2012.

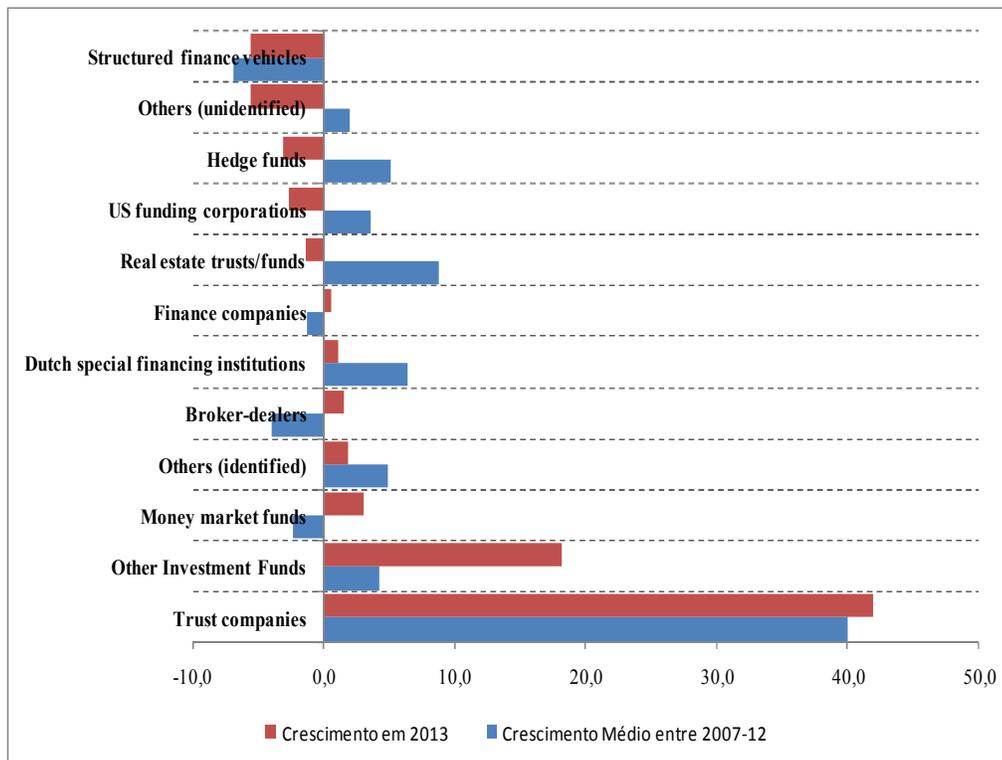


FIGURA 16 – Taxa de Crescimento dos Ativos MUNFI por setor para o ano de 2013 e o Crescimento Médio para o Período entre 2007 a 2012

Fonte: FSB (2014)

Elaboração Própria

Nota: A amostra inclui dados de 25 países e abrange 90% dos ativos do sistema financeiro mundial.

É importante também destacar que a tendência de crescimento dos ativos MUNFI não se deu de forma uniforme entre os países, tal como pode ser observado pela Tabela 4. Entre as maiores taxas de crescimento, destacam-se os seguintes países: Argentina (42,7% em 2012 e 50,3% em 2013), China (41,5% em 2012 e 33,5% em 2013), Turquia (13,6% em 2012 e 24% em 2013), África do Sul (21,5% em 2012 e 19,8% em 2013), Indonésia (27,7% em 2012 e 17,6% em 2013) e Rússia (26,8% em 2012 e 17,4% em 2013). Desta forma, os países emergentes foram os que apresentaram a maior taxa de crescimento dos intermediários financeiros não-bancários. Há um efeito estatístico que não pode ser desconsiderado, tendo-se em vista que na maioria dos países emergentes o rápido crescimento se deu a partir de uma base relativamente pequena. Porém, este maior aprofundamento do sistema financeiro não bancário nestes países tem que ser alvo de maior regulação e supervisão financeira para que seja evitada a criação de risco sistêmico nesses países.

Já entre os países com maior queda dos ativos MUNFI, tem-se: Itália (-5,1% em 2012 e -0,2% em 2013), Alemanha (9,6% em 2012 e -2,1% em 2013) e Espanha (-10,5% em 2012 e -6,1% em 2013).

TABELA 4 – Crescimento Anual dos Intermediários Financeiros Não-Bancários (em porcentagem)

Países	2012	2013
Área do Euro	7,9	3,9
Argentina	42,7	50,3
Austrália	4,3	3,8
Brasil	18,5	7,0
Canadá	12,4	9,6
Chile	2,5	9,2
China	41,5	33,5
Hong Kong	31,2	8,6
Índia	27,7	17,6
Indonésia	13,2	5,8
Japão	4,9	14,4
Coréia	13,7	11,1
México	18,1	13,4
Rússia	26,8	17,4
Arábia Saudita	6,4	16,5
Singapura	7,6	12,3
África do Sul	21,5	19,8
Suiça	7,0	4,9
Turquia	13,6	24,0
Reino Unido	-6,8	0,5
EUA	8,5	8,7
Holanda	2,5	0,5
França	3,3	-0,1
Itália	-5,1	-0,2
Alemanha	9,6	-2,1
Espanha	-10,5	-6,1
Média dos Países	7,2	7,1

Fonte: FSB (2014)

Elaboração Própria

Nota: A amostra inclui dados de 25 países e abrange 90% dos ativos do sistema financeiro mundial.

A taxa de crescimento anual dos ativos MUNFI dos EUA para os anos de 2012 e 2013 foi maior do que a da média do total dos países. Os ativos MUNFI cresceram 8,5% em 2012 (diante de um crescimento de 7,2% da média do total dos países) e 8,7% em 2013, com a média do total dos países sendo 7,1%. A relação entre os ativos dos intermediários financeiros

não-bancários pelo PIB americano também se elevou de 2012 para 2013, passando de 143,5% para 150,3%, segundo o FSB (2014). Para efeitos de comparação, a relação entre os ativos do sistema bancário pelo PIB americano foi de 120,5% no ano de 2013, o que significa que os ativos MUNFI estavam em um patamar superior ao dos ativos do sistema bancário neste ano nos EUA.

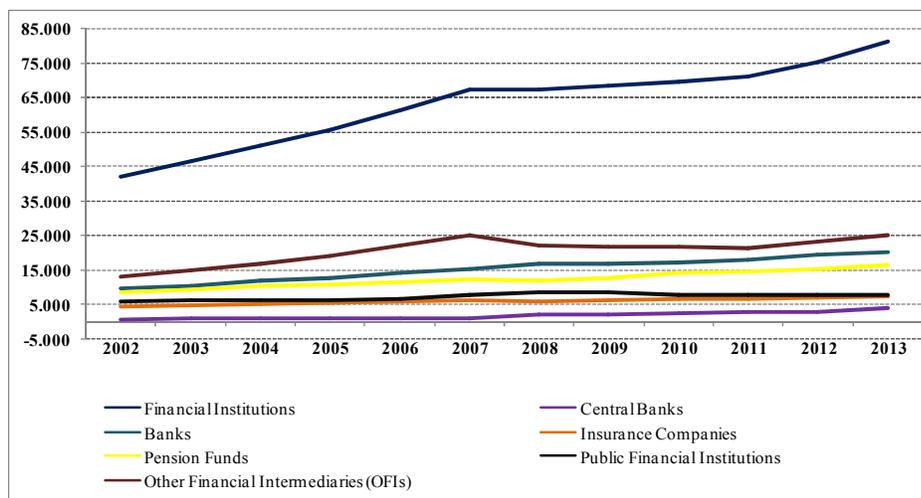


FIGURA 17 – Ativos das Instituições Financeiras dos EUA (em bilhões de dólares)

Fonte: FSB (2014)

Elaboração Própria

Nota: A amostra inclui dados de 25 países e abrange 90% dos ativos do sistema financeiro mundial. A categoria Bancos abrange todas as instituições de captação de depósito.

A Figura 17 compara os ativos das instituições financeiras dos EUA em bilhões de dólares. Excetuando-se as instituições financeiras públicas, as demais instituições financeiras dos EUA retratadas nesta Figura apresentaram uma expansão dos seus ativos para o período que vai de 2008 a 2013, o que demonstra uma recuperação do sistema financeiro americano no geral. Isto pode ser verificado pelo crescimento do valor do total dos ativos de todas as instituições financeiras americanas, que passou de aproximadamente 67 trilhões de dólares em 2008 para algo em torno de 81 trilhões de dólares em 2013 (crescimento aproximadamente de 20%).

Os ativos do sistema bancário saltaram de aproximadamente 17 trilhões de dólares em 2008 para aproximadamente 20,2 trilhões de dólares em 2013. Algo que também merece destaque é a expansão dos ativos do banco central americano, o Fed. Esta instituição possuía em torno de 951 bilhões de dólares no ano de 2007 em ativos financeiros. Devido à sua estratégia de

intervenção no sistema financeiro com a crise do *subprime*⁸⁹, estes ativos saltaram para o valor aproximado de 4 trilhões de dólares em 2013, representando um crescimento de um pouco mais de 400%.

Através da Figura 17, verifica-se também que, para o período pós-crise financeira, os ativos dos intermediários financeiros não bancários apresenta uma tendência de crescimento. Estes ativos saltaram do valor aproximado de 22 trilhões de dólares em 2008 para o valor aproximado de 25 trilhões de dólares no ano de 2013, alcançando o patamar verificado no pré-crise financeira. Isto é um forte indício de que está havendo um aprofundamento das operações de desintermediação financeira nos EUA no período pós-crise de 2007/2008. Ou seja, as operações do *shadow banking system*, que apresentaram uma redução logo após o estouro da bolha do *subprime*, já retomaram a tendência de crescimento. Isto significa que os EUA não só estão longe de ter ‘desmontado’ com as operações do *shadow banking system*, como o tamanho do ‘problema’ já é o mesmo do que o período pré-crise.

De forma geral, observa-se que para o período pós-crise 2007/2008 houve uma ampliação do *global shadow banking system*, tendo-se em vista seu crescimento em valores, em proporção do PIB e como participação no total dos ativos do sistema financeiro internacional.

⁸⁹ A estratégia de intervenção no sistema financeiro americano pelo Fed será abordada devidamente no próximo capítulo.

CAPÍTULO 6: A NOVA REFORMA DO SISTEMA FINANCEIRO DOS EUA: A LEI DODD-FRANK

6.1 ANTECEDENTES DA ATUAL REFORMA FINANCEIRA

Como salientado por Minsky, após períodos de instabilidade do sistema financeiro, reformas surgem como alternativas para retornar o caminho da estabilidade. Propostas de reformulação do sistema financeiro americano começaram desde o início da crise. O plano Paulson⁹⁰ foi anunciado pelo Tesouro dos EUA, em março de 2008, antes, portanto, da quebra *Lehman Brothers*. Segundo Carneiro e Bolle (2009), ele tinha o intuito de apresentar princípios gerais para a reformulação da legislação financeira. O primeiro era que a ampla e variedade gama de instituições de regulação e supervisão (a ‘colcha de retalhos’ de Roubini) atuando, muitas vezes, com funções sobrepostas, afetava a eficiência do arcabouço regulatório americano dado o grau de interconexão entre as instituições financeiras e mercado. O segundo era o pressuposto que as instituições financeiras americanas eram prejudicadas pela existência de uma regulação mais onerosa nos EUA do que em outros países. (DEOS, 2012; FARHI, 2011; ROUBINI e MIHM, 2010). Com isto, o plano Paulson passou a ter como importante pilar a centralização da estrutura de regulação e supervisão para torná-la menos onerosa às instituições. Outra seria a necessidade de medidas de proteção a correntistas e poupadores, evitando perdas de renda e capital.

Após uma análise das principais opções⁹¹ para se reformar a estrutura regulatória do sistema financeiro americano, o plano Paulson recomendou que fosse adotada uma abordagem regulatória baseada em objetivos em substituição à abordagem regulatória que tinha como principal foco as instituições. “*An objectives-based approach is designed to focus on the goals of regulation in terms of addressing particular market failures*” (USA DEPARTMENT OF THE TREASURY, 2008, p. 13). As principais falhas e deficiências que deveriam ser

⁹⁰ Este plano foi apresentado em um documento do Tesouro americano denominado de *Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure* e foi denominado assim em homenagem ao então secretário do Tesouro americano e um dos responsáveis pela proposta, Henry M. Paulson.

⁹¹ “*First, the United States could maintain the current approach of the GLB Act that is broadly based on functional regulation divided by historical industry segments of banking, insurance, securities, and futures. Second, the United States could move to a more functional-based system regulating the activities of financial services firms as opposed to industry segments. Third, the United States could move to a single regulator for all financial services as adopted in the United Kingdom. Finally, the United States could move to an objectives-based regulatory approach focusing on the goals of regulation as adopted in Australia and the Netherlands*” (USA DEPARTMENT OF THE TREASURY, 2008, p. 13).

enfrentadas pela nova regulação seriam aquelas que combatessem deficiências do mercado financeiro que afetam o nível de atividade econômica; aquelas decorrentes da insuficiência de regulação prudencial, e; aquelas referentes às condutas de instituições juntamente estabelecendo padrões que protegessem o consumidor dos serviços de intermediação financeira. Para tal o plano previa a criação de duas novas agências, uma para ficar responsável pela regulação prudencial, a *Prudential Financial Regulatory Agency*. E outra de regulação de conduta das instituições e de proteção ao consumidor, a *Conduct of Business Regulatory Agency*.

Esta abordagem regulatória combinaria os objetivos da regulação da estabilidade do mercado, da regulação prudencial, da regulação da conduta das instituições e da regulação da defesa do consumidor para tornar o sistema financeiro mais consolidado em novas áreas mais sinérgicas, como alternativa à abordagem atual onde as responsabilidades dos reguladores individuais são aplicadas às instituições específicas. Isto tornaria o sistema financeiro menos propenso à arbitragem regulatória e, portanto, mais eficiente.

For example, a dedicated market stability regulator with the appropriate mandate and authority can focus broadly on issues that can impact market stability across all types of financial institutions. Prudential financial regulation housed within one regulatory body can focus on common elements of risk management across financial institutions. A dedicated business conduct regulator leads to greater consistency in the treatment of products, eliminates disputes among regulatory agencies, and reduces gaps in regulation and supervision. (USA DEPARTMENT OF THE TREASURY, 2008, p. 14).

Para melhor coordenação da estrutura regulatória do sistema financeiro, Paulson recomendou a modernização do *President's Working Group on Financial Markets (PWG)*⁹². O PWG havia sido criado em 1988, portanto, logo após a crise da bolsa de 1987. Seu objetivo principal era realizar uma coordenação entre as agências de regulação do mercado financeiro. A modernização do PWG englobaria quatro aspectos diferentes. São eles:

⁹²“The PWG was instructed to report on the major issues raised by that stock market decline and on other recommendations that should be implemented to enhance market integrity and maintain investor confidence” (USA DEPARTMENT OF THE TREASURY, 2008, p. 5).

First, the PWG should continue to serve as an ongoing inter-agency body to promote coordination and communication for financial policy. But the PWG's focus should be broadened to include the entire financial sector, rather than solely financial markets. Second, the PWG should facilitate better inter-agency coordination and communication in four distinct areas: mitigating systemic risk to the financial system, enhancing financial market integrity, promoting consumer and investor protection, and supporting capital markets efficiency and competitiveness. Third, the PWG's membership should be expanded to include the heads of the Office of the Comptroller of the Currency ("OCC"), the Federal Deposit Insurance Corporation ("FDIC"), and the Office of Thrift Supervision ("OTS"). Similarly, the PWG should have the ability to engage in consultation efforts, as might be appropriate, with other domestic or international regulatory and supervisory bodies. Finally, it should be made clear that the PWG should have the ability to issue reports or other documents to the President and others, as appropriate, through its role as the coordinator for financial regulatory policy. (USA DEPARTMENT OF THE TREASURY, 2008, p. 6).

Com o intuito de resolver os problemas de supervisão no setor de originação de hipotecas, o plano Paulson recomenda três medidas. A criação de uma Comissão de Originação de Hipotecas⁹³ (*Mortgage Origination Commission*, MOC) que teria autoridade para estabelecer padrões mínimos e uniformes de qualificação dos participantes dos mercados hipotecários estaduais para obtenção de licenciamento. Tais padrões envolveriam: conduta pessoal, histórico disciplinar, critérios de verificação e procedimentos e normas de revogação de licença apropriadas. A MOC também avaliaria a capacidade de cada Estado licenciar e regulamentar os participantes do processo de originação de hipotecas. *"These evaluations could provide further information regarding whether mortgages originated in a state should be viewed cautiously before being securitized"* (USA DEPARTMENT OF THE TREASURY, 2008, p. 7).

A segunda medida defendia que a elaboração de regulamentos para disciplinar a concessão de empréstimos hipotecários nacional ficasse exclusivamente sob a responsabilidade do Fed, dada a sua experiência em aplicar as disposições pertencentes à *Truth in Lending Act*⁹⁴ (TILA). Já a terceira medida visava fortalecer e ampliar a transparência das agências federais de regulação.

⁹³ O diretor desta Comissão deveria ser nomeado pelo presidente e ele seria chefe de um conselho composto por sete pessoas que seriam diretores (ou seus representantes) do Federal Reserve, do OCC, do OTS, do FDIC, do National Credit Union Administration, e da Conference of State Bank Supervisors. (USA DEPARTMENT OF THE TREASURY, 2008).

⁹⁴ A TILA foi uma Lei federal promulgada em 1968 que objetivou proteger os consumidores nas suas relações com os seus emprestadores e credores. Esta Lei, que foi implementada pelo Fed, exigia a divulgação de uma série de informações ao mutuário antes da concessão do crédito. Entre as informações estão: a taxa anual de juros, o prazo do empréstimo e o custo total.

Para enfrentar os problemas regulatórios presentes nos mercados de futuros e de valores mobiliários, o plano Paulson propôs a fusão da CFTC e da SEC. Esta medida baseia-se no pressuposto de que a realidade do atual mercado não sustenta mais a razão original da bifurcação regulamentar entre os mercados de futuros e de valores mobiliários. “*Product and market participant convergence, market linkages, and globalization have rendered regulatory bifurcation of the futures and securities markets untenable, potentially harmful, and inefficient*” (USA DEPARTMENT OF THE TREASURY, 2008, p. 11).

O Plano Paulson também propôs maior regulação e supervisão dos grandes conglomerados financeiros, as *Financial Holding Companies*, que possuem um alto grau de interconexão com as demais instituições financeiras e exercem o papel de elos de ligação da rede financeira. A supervisão destas instituições ficaria a cargo do Fed, que teria seus poderes ampliados, passando a supervisionar, também, outras importantes instituições financeiras como os bancos de investimento, as seguradoras e os fundos de investimento, inclusive os *hedge funds*. Caberia, também, ao Fed supervisionar o sistema de pagamentos e de liquidação. “*In addition, the Federal Reserve should be provided with a different, yet critically important regulatory role and broad powers focusing on the overall financial system*” (USA DEPARTMENT OF THE TREASURY, 2008, p. 15). Desta forma, o Fed passaria a exercer importante papel para a estabilidade sistêmica, tendo poderes de regulador, supervisor e, ainda, implementando políticas monetárias e provisionando liquidez ao sistema financeiro.

O Plano Paulson propunha uma ampla reconfiguração da estrutura regulatória do sistema financeiro americano, consolidando agências reguladoras e ampliando o poder do Fed, que passaria a funcionar com os objetivos explícitos de estabilidade financeira, agregando as funções de regulador e supervisor do sistema financeiro à de prestador de última instância e a de condução da política monetária. Porém, com o agravar da crise, o governo concentrou-se na elaboração e aplicação de medidas emergenciais para garantir liquidez e solvência das instituições financeiras, o que fez com que o plano Paulson fosse praticamente ‘engavetado’.

O governo americano com o intuito de comprar ativos e patrimônio líquido das instituições financeiras Ponzi para evitar insolvência e iliquidez do seu setor financeiro e, também, com a intenção de estimular o crescimento econômico, criou o *Troubled Asset Relief Program* (TARP), assinado pelo presidente George W. Bush, em outubro de 2008. O TARP foi considerado como um importante componente do governo para enfrentar a crise das hipotecas

subprime. Segundo Kregel (2012, p. 41), a lógica por trás da concepção do TARP era a de que “uma vez que o dano fosse colocado sob controle ao serem eliminados os ativos ‘tóxicos’ lastreados em hipotecas, o sistema financeiro teria sua solidez restaurada”. O TARP originalmente havia autorizado gastos do Tesouro da ordem de US\$ 700 bilhões, englobando: despesas com estabilização de bancos (valor estimado de US\$ 250 bilhões), gastos para incentivar o mercado de crédito (com o valor estimado em US\$ 27 bilhões), para incentivar o setor industrial (valor estimado em US\$ 80 bilhões), US\$ 70 bilhões para estabilizar a *American International Group* (AIG) e gastos de US\$ 46 bilhões, realizados ao longo do tempo, para ajudar as famílias que estavam com problemas de inadimplência em suas hipotecas. (USA DEPARTMENT OF THE TREASURY, 2014).

É importante destacar que, também, com a intenção de promover a estabilidade financeira, o Fed ampliou as suas ações de prestador de última instância por meio de operações de desconto a todas as instituições financeiras e a determinadas instituições não financeiras. Também, com o intuito de reduzir as taxas de juros sobre os títulos da dívida pública de médio prazo, ainda agiu através da prática da política de taxa de juros zero (*zero interest rate policy* – ZIRP) e da flexibilização quantitativa da oferta de reservas de moeda (*quantitative easing* – QE). Como resultado destas medidas, o balanço do Fed mais do que duplicou em curto espaço de tempo, ultrapassando o valor de US\$ 2 trilhões ainda no ano de 2008, sendo que quase metade desse valor era formado por títulos hipotecários. (KREGEL, 2012). A Figura 18 apresenta a evolução da composição do balanço do Fed para o período que vai de janeiro de 2007 a setembro de 2009. Percebe-se, claramente, ampliações nos valores dos títulos hipotecários no balanço do Fed, dos empréstimos concedidos via *Term Asset-Backed Securities Loan Facility* (TALF), adicionalmente, operações de crédito são concedidas: ao AIG, além da participação líquida nas carteiras da *Maiden Lane II* e *III* (representado na legenda por AIG), ao mercado de ABCP e ao *repo market* (representado na legenda por RP). Nota-se, também, a aquisição definitiva de títulos do Tesouro na carteira dos bancos (representado por *Treasury*), quando o usual do Fed é fazê-lo com acordos de recompra.

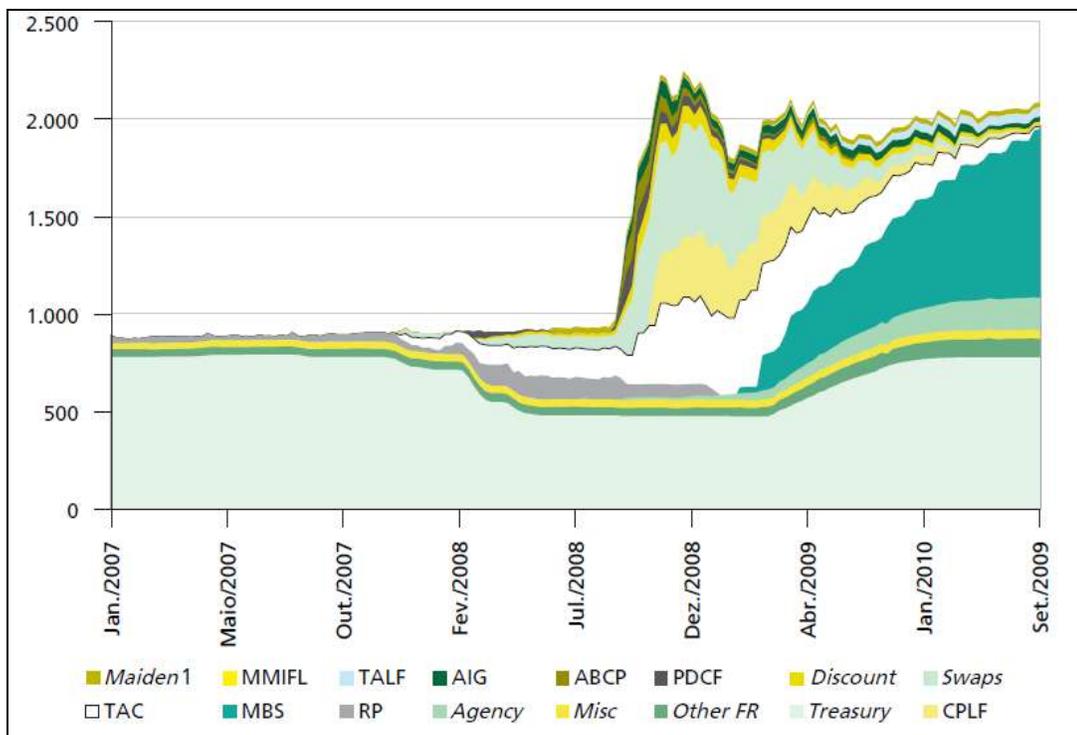


FIGURA 18 – Evolução da Composição do balanço do Federal Reserve (Em US\$ bilhões) – Jan/2007 a set/2009.

Fonte: KREGEL, 2012, p. 42

Notas: Maiden 1: participação líquida nas carteiras da *Maiden Lane Limited Liability Companies* (LLC).

MMIFL: participação das LLCs financiadas via *Money Market Investor Funding Facility*.

TALF: empréstimos concedidos via *Term Asset-Backed Securities Loan Facility*.

AIG: soma dos créditos concedidos ao *American International Group Inc.*, além da participação líquida nas carteiras da *Maiden Lane II e III*.

ABCP: empréstimos concedidos ao *Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility*.

PDCF: empréstimos concedidos aos *primary dealers e broker-dealers credit*.

Discount: soma dos créditos primários, secundários (empréstimos de redescontos) e sazonais.

Swaps: *liquidity swap* do banco central.

CPLF: participação líquida nas carteiras das LLCs financiadas via *Commercial Paper Funding Facility*.

TAC: *term auction credit* (leilão de crédito a prazo).

MBS: *mortgage-backed securities* (títulos lastreados em hipotecas) detidos em definitivo.

RP: *repurchase agreements* (acordos de recompra).

Agency: títulos de dívidas das agências federais detidas em definitivo.

MISC: soma de float, estoque de ouro, direitos especiais de saque e papel moeda em circulação.

Other FR: outros ativos de reserva do Federal Reserve.

Treasury: títulos do tesouro dos Estados Unidos detidos em definitivo.

Outras medidas para combater a crise ainda foram tomadas por parte do governo: fornecimento de garantias aos grandes bancos no montante de US\$ 300 bilhões pelo FDIC,

que anunciou que garantiria todas as dívidas prioritárias⁹⁵ das instituições financeiras sujeitas à regulamentação⁹⁶; compras de mais de US\$ 100 bilhões de obrigações hipotecárias securitizadas pelas GSEs e isenções de imposto aos bancos que assumissem os ativos de bancos falidos pelo *Internal Revenue Service*. (ROUBINI e MIHM, 2010; KREGEL, 2012). Segundo Roubini e Mihm (2010, p 129), como consequência destas medidas, “em seis meses, os bancos e outras instituições financeiras qualificadas conseguiram rolar uma dívida de 360 bilhões de dólares a taxa de juros extraordinariamente baixas”. Entretanto, os EUA apresentaram uma situação de empoçamento da liquidez, em que os empréstimos bancários foram reduzidos, conforme pode ser observado pelas Figuras 19 e 20. Apesar das medidas emergenciais terem alcançado o objetivo de interromper o pânico no mercado financeiro, conseguindo evitar a insolvência de grandes instituições, não foi capaz de restabelecer o mercado de crédito bancário de imediato.

⁹⁵ Dívidas prioritárias são todas as dívidas que necessitam ser quitadas antes das denominadas dívidas subordinadas.

⁹⁶ “Na prática, essa garantia representava que os bancos poderiam emitir dívida do tipo ‘sem risco’, a taxas de juros das obrigações do Tesouro dos Estados Unidos quando o governo emitia títulos de dívida” (ROUBINI; MIHM, 2010, p. 129).

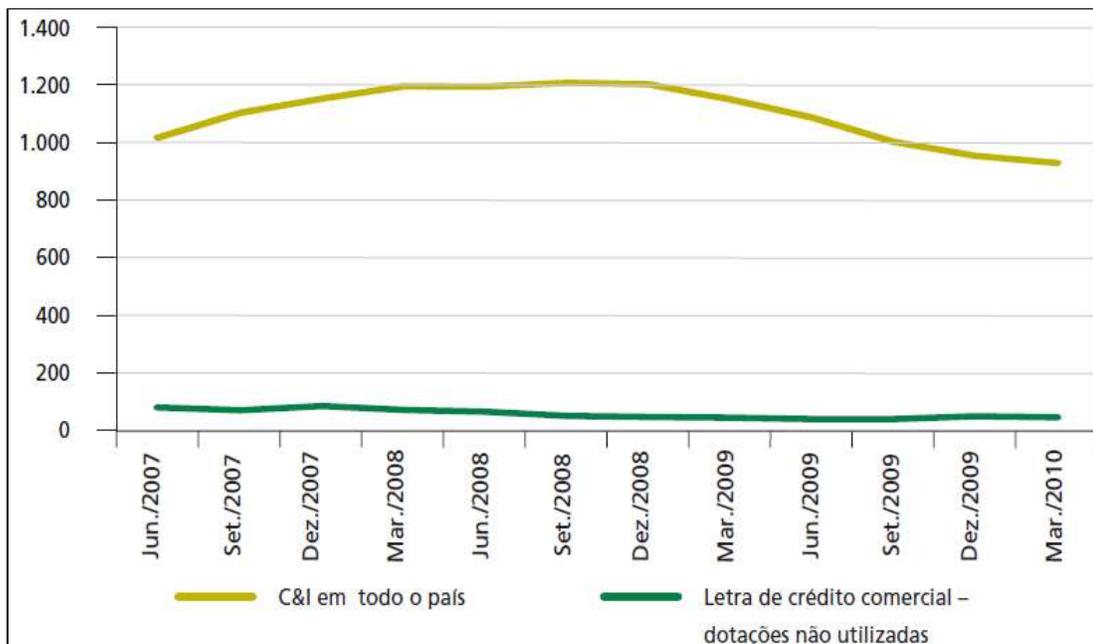


FIGURA 19 – Empréstimos para empresas comerciais e industriais (C&I) de grandes bancos superiores a US\$10 bilhões de ativos (Em US\$ bilhões).

Fonte: KREGEL, 2012, p. 43

A Figura 19 apresenta os dados dos empréstimos concedidos pelos grandes bancos a empresas comerciais e industriais (C&I), enquanto a Figura 20 também traz os empréstimos às C&Is, porém realizados pelos bancos médios e pequenos. Ambas as Figuras plotam redução dos empréstimos bancários para os setores comercial e industrial.

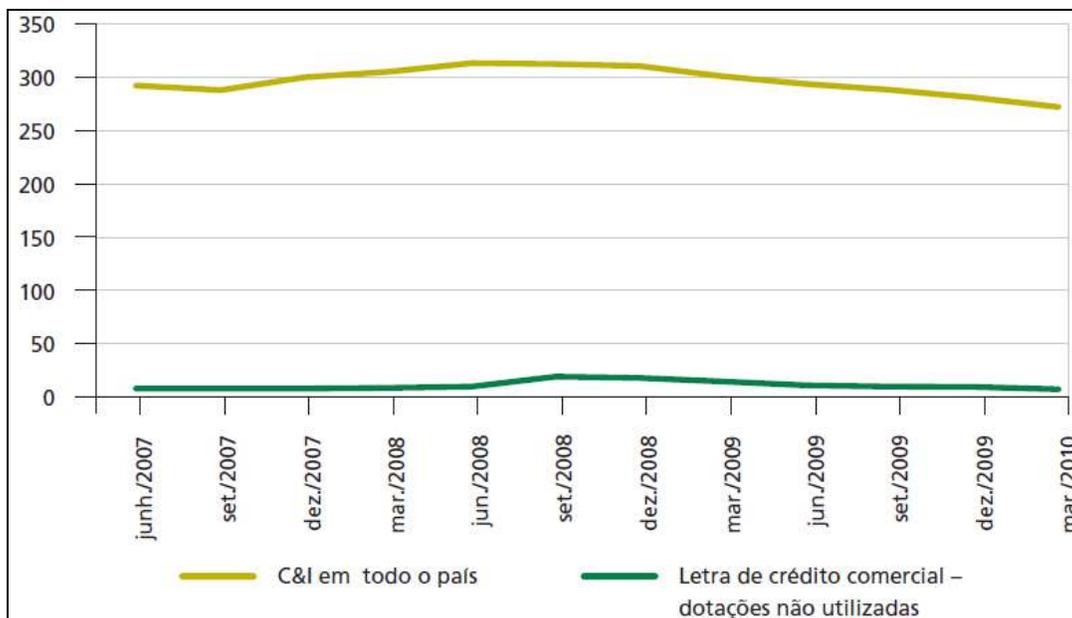


FIGURA 20 – Empréstimos para empresas comerciais e industriais (C&I) de médios e pequenos bancos superiores a US\$10 bilhões de ativos (Em US\$ bilhões).

Fonte: KREGEL, 2012, p. 43

Mesmo com regressão do volume e valor do crédito, as maiores *holding* bancárias americanas passaram a apresentar lucros cada vez maiores provenientes da ampliação de negociações envolvendo fundos próprios com atividades em renda fixa, moeda e *commodities*. Neste período, também, houve ampliação das operações de subscrição de ações por parte destas instituições. O aumento dos *spreads* simultâneo à redução do custo do *funding* dessas instituições, que passaram a obter recursos a uma taxa média até inferior a 1%, também desempenhou papel importante para a elevação dos lucros das *holding* bancárias americanas. (KREGEL, 2012).

É importante salientar que, com a posse do presidente Barack Obama, o plano Paulson foi completamente abandonado e um novo plano foi apresentado ao Congresso.

6.2 O PROCESSO DE CONCEPÇÃO DA LEI DODD-FRANK

Com o agravamento da crise financeira internacional, o novo secretário do Tesouro, Timothy Geithner, encaminhou outra proposta de reforma financeira ao Congresso. O processo de concepção da Lei Dodd-Frank começou com a formulação de um documento, pela

administração Obama, que foi denominado de *Financial Regulatory Reform – A New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation*. Este documento apresentava a visão do governo de quais seriam os elementos importantes para a realização de uma reforma do sistema financeiro americano, sendo a base para a formação de um projeto de Lei. Esta nova proposta de reforma financeira passou a ser denominada por alguns autores de proposta Obama, enquanto foi denominada por outros de plano ou proposta Geithner.

Para a formulação do plano foi importante o reconhecimento de que houve falhas e deficiências na supervisão e regulação de empresas financeiras na atual crise, de que o foco da regulação deveria ser o sistema financeiro como um todo e não as instituições individuais como era até então; e de que o processo de inovação financeira ocorrido nas últimas décadas contribuiu para a desregulamentação do sistema financeiro ao ter tornado a regulamentação vigente obsoleta. Segundo Geithner e Summers (2009, p. 1), “*in recent years, the pace of innovation in the financial sector has outstripped the pace of regulatory modernization, leaving entire markets and market participants largely unregulated*”. A proposta também identificou a prática da arbitragem regulatória⁹⁷ como algo fortemente danoso ao sistema financeiro americano, observando-se o crescimento das atividades financeiras fora do sistema bancário tradicional (tal como o mercado de ABS), algo que foi fortemente incentivado pelo uso da securitização. Por fim, também, verificou-se que os instrumentos financeiros à disposição das autoridades regulatórias não foram suficientes para diminuir a instabilidade financeira observada com a crise de 2007/2008.

⁹⁷ “*Investment banks were permitted to opt for a different regime under a different regulator, and in doing so, escaped adequate constraints on leverage. Other firms, such as AIG, owned insured depositories, but escaped the strictures of serious holding company regulation because the depositories that they owned were technically not “banks” under relevant law*” (USA DEPARTMENT OF THE TREASURY, 2009, p. 2).

[Com isto] o diagnóstico central em que se baseou a proposta Obama se opôs dramaticamente ao prevalecente anteriormente. A voz dominante entre os formadores de opinião mais influentes apontava para o excesso de liberdade, resultante da desregulação financeira, como uma causa importante da crise. Por conta da desregulação, inovações financeiras, especialmente através dos processos de securitização e de ressecuritização, teriam permitido a ocultação de riscos associados às diversas classes de ativos, levando investidores a decisões equivocadas. Além disso, a complexidade das operações das próprias instituições financeiras teria crescido ao ponto de torná-las ingovernáveis, o que foi evidenciado pelo desconhecimento demonstrado por muitos executivos dos riscos efetivamente assumidos pelas suas próprias instituições. Conflitos frequentes de interesse entre diferentes tipos de instituições financeiras, entre executivos e acionistas, entre gestores de riqueza e aplicadores, entre instituições financeiras e reguladores interessados na salvaguarda da estabilidade financeira, dentre outros, teriam contaminado praticamente todos os tipos de instituição financeira. (ANBIMA, 2011, p. 16).

Baseando-se no reconhecimento destas falhas do sistema financeiro americano, o plano Geithner buscou restaurar a confiança em sua integridade, para que pudesse proteger consumidores e investidores, criar recompensas à inovação, além de adaptar e evoluir com suas próprias mudanças endógenas. Para atingir tais metas a proposta de reforma contida no plano Geithner possuía cinco objetivos principais:

I) Promover uma robusta supervisão e regulação das empresas financeiras, principalmente das instituições consideradas fundamentais para o bom funcionamento do mercado financeiro. Para alcançar este objetivo algumas medidas foram propostas: a criação do *Financial Services Oversight Council*, que teria a função de identificar os riscos sistêmicos emergentes, além de melhorar a cooperação entre as agências de regulação; a ampliação dos poderes do Fed que passaria a fiscalizar todas as instituições que ameaçassem a estabilidade financeira, o que inclui as instituições que não possuíssem bancos; maiores exigências de requerimentos de capital e de outras normas prudenciais para todas as empresas financeiras, com padrões de exigências maiores para as grandes empresas; a criação de um novo supervisor bancário nacional para supervisionar os bancos federais. Outras medidas importantes ainda foram propostas: “*elimination of the federal thrift charter and other loopholes that allowed some depository institutions to avoid bank holding company regulation by the Federal Reserve. The registration of advisers of hedge funds and other private pools of capital with the SEC*” (USA DEPARTMENT OF THE TREASURY, 2009, p. 3).

II) O estabelecimento de uma supervisão mais global dos mercados financeiros de tal forma que fossem capazes de suportar o *stress* de todo o sistema financeiro e as situações de falência de algumas instituições de grande porte. Para tal, foram propostas: uma regulação mais forte às instituições financeiras e novos critérios de transparência para os mercados de securitização; maior regulamentação para as agências de classificação de risco e para os derivativos *over-the-counter*; exigência, para os emissores e originadores de ativos securitizados de maior risco, da manutenção, em seus balanços, de parte de suas emissões. E a expansão da autoridade do Fed para supervisionar os sistemas de pagamento, de compensação e de liquidação.

III) Proteger consumidores e investidores de abusos financeiros, algo que foi considerado como extremamente importante para que a confiança no mercado financeiro fosse restabelecida. Para proteger os consumidores de práticas enganosas e abusivas do mercado financeiro, foi proposta a criação de uma nova agência de defesa dos consumidores, a *Consumer Financial Protection Agency*. Ainda foi defendida a criação de um órgão de regulação que teria a função de regular certos produtos financeiros como: cartão de crédito e hipotecas⁹⁸. O Plano Geithner ainda salientou que para a reconstrução da confiança do mercado financeiro seria necessário que a supervisão financeira não mais se baseasse em especulações ou em modelos abstratos.

IV) Fornecer ao governo as ferramentas necessárias para a administração de crises financeiras, o que seria alcançado, principalmente, pela autoridade do Fed para que possa ter mais flexibilidade para adotar medidas emergenciais.

V) Dado o entendimento de que os desafios observados nos mercados financeiros são globais, o plano também objetivava ampliar os padrões regulatórios internacionais e melhorar a cooperação internacional. Para tal, foi proposto: “*international reforms to support our efforts at home, including strengthening the capital framework; improving oversight of global financial markets; coordinating supervision of internationally active firms; and enhancing crisis management tools*” (USA DEPARTMENT OF THE TREASURY, 2009, p. 4).

⁹⁸ Esta, por sinal, foi a medida mais criticada da proposta pelos grandes bancos e seu *lobby* financeiro. (FARHI, 2011).

Desta forma, dado todos esses objetivos, observa-se que o plano Geithner propôs diversas mudanças para o sistema financeiro americano. Isto através das suas medidas relacionadas à autoridade e poderes das agências de regulação e supervisão, pela ampliação dos poderes do Fed e pela criação de novas agências, o que inclui a criação de agência para coordenar nacionalmente o setor de seguros (o *Office of National Insurance*), que funcionaria dentro do próprio Tesouro. Para Bolle (2009), a proposta Geithner, apesar das claras diferenças, apresenta elementos em comum com a proposta Paulson. Segundo a autora (2009, p. 9):

[A proposta Geithner] extingue o PWG, mas em seu lugar cria o *Financial Supervision Oversight Council* com mandato muito semelhante (e participação de todos os órgãos reguladores). Confere ao Fed a autoridade de zelar pela estabilidade financeira ao incluir sob a sua supervisão as *Financial Holding Companies*. No entanto, mantém a “autonomia” das agências reguladoras já existentes. (O *blueprint* previa que estas estariam sob o “guarda-chuva” do Fed).

De acordo com ANBIMA (2011), a proposta Geithner foi tratada por grande parte dos analistas como tímida, com as suas recomendações sendo consideradas como pouco precisas e ineficazes, dado os problemas levantados pela crise financeira. As principais críticas realizadas à proposta referiam-se à falta de medidas eficazes para combater o risco produzido pelas instituições que haviam se tornado ‘grandes demais para falir’ e que causavam grandes prejuízos aos contribuintes americanos devido às operações de resgate destas instituições. “Da mesma forma, nem o gigantismo das agências semipúblicas de apoio ao financiamento imobiliário, como a Fannie Mae e o Freddie Mac, nem suas práticas de mercado, criticadas por vários analistas, foram abordados no projeto” (ANBIMA, 2011, p. 16-17).

Apesar das críticas, a proposta seguiu para a Câmara dos Representantes dos EUA onde foi examinada durante o ano de 2009 e, posteriormente, transformada em um projeto de Lei. “Depois de um processo relativamente difícil de negociações, dada a polarização que tem caracterizado o debate entre Democratas e Republicanos nos últimos anos, um projeto foi aprovado pela Câmara, em dezembro de 2009, e enviado ao Senado para apreciação” (ANBIMA, 2011, p. 17). Este projeto de Lei não foi bem recebido pela imprensa especializada, que considerava que ele não possuía medidas eficientes para eliminar a instabilidade observada com a crise financeira atual, e nem seria suficiente para evitar futuras crises. No Senado, as discussões relacionadas a essa proposta foram extremamente conturbadas, principalmente após os democratas terem se tornado minoria com a morte de

Edward Kennedy e a vitória para o seu lugar de um Republicano. Os democratas passaram a conduzir a discussão da reforma a partir das propostas apresentadas, em novembro de 2009, pelo senador democrata Christopher Dodd.

É importante salientar que o governo Obama, com o intuito de dar mais robustez ao projeto de Lei, ainda enviou ao Senado outras propostas para que fossem adicionadas ao projeto aprovado pela Câmara⁹⁹. Dentre estas propostas adicionais enviadas, a Regra de Volcker é a que mais se destaca. Outra importante alteração realizada no projeto de Lei foi a adição da Emenda Lincoln, que estabelece limites para a operação dos bancos com derivativos. Entretanto, esta Emenda e a Regra de Volcker foram vítimas de críticas das grandes instituições financeiras e do forte *lobby* do mercado financeiro, que agiram no sentido de reduzir o seu peso na Lei que seria promulgada pelo presidente, tal como será abordado mais adiante. Dadas as mudanças realizadas no projeto de Lei pelo Senado, que modificaram o projeto aprovado pela Câmara, o projeto de Lei foi enviado para um Comitê de Reconciliação para que fosse rediscutido por representantes da Câmara e do Senado dos dois partidos. Após os trabalhos realizados pelo referido comitê, uma nova proposta foi formulada e enviada tanto para a Câmara, quanto para o Senado para votação. Segundo ANBIMA (2011, p. 18), “nesse processo, arestas tiveram de ser aparadas, para que se obtivesse a aprovação do projeto final, e várias disposições foram modificadas, atenuadas ou até mesmo abandonadas”.

Só após todo esse processo, o presidente dos EUA, Barack Obama, assinou em 21 de julho de 2010 a lei pública número 111-203, que foi denominada de Lei Dodd-Frank de Reforma de Wall Street e de Proteção a Consumidores (*Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*)¹⁰⁰. A Lei Dodd-Frank, reformulando a estrutura do sistema financeiro americano (regulação e supervisão), propõe-se a conter a fragilidade financeira que ficou tão evidente com a crise financeira internacional. Além disso, a Lei se propõe:

⁹⁹ Segundo ANBIMA (2011), a vitória de um representante conservador do Partido Republicano (que se posicionava a favor do *Tea Party*) nas eleições extraordinárias que foi realizada para o lugar do falecido senador Edward Kennedy no Estado de Massachusetts foi o acontecimento que serviu para incentivar o governo Obama a mandar estas propostas adicionais ao Senado e, principalmente, a se posicionar mais fortemente com relação ao projeto de Reforma Financeira.

¹⁰⁰ Esta Lei foi assim denominada em honra de seus principais proponentes, o senador Chris Dodd e o deputado Barney Frank.

To promote the financial stability of the United States by improving accountability and transparency in the financial system, to end “too big to fail”, to protect the American taxpayer by ending bailouts, to protect consumers from abusive financial services practices, and for other purposes.
(USA, 2010, p. 2)

A Lei Dodd-Frank representa mais uma das etapas do processo de evolução da atividade regulatória americana que, desde a década de 1930, vem apresentando profundas e sucessivas transformações. É importante salientar que a promulgação da Lei pelo presidente não encerra o processo de reforma do Sistema Financeiro dos EUA pelo fato de suas disposições mais importantes serem objeto de definição prática pelas instituições reguladoras, principalmente pelo Fed, para serem implementadas. (ANBIMA, 2011).

Com a promulgação da Lei Dodd-Frank, apesar de parte dos dispositivos referentes à regulação e supervisão dependerem de posterior regulamentação pelas autoridades responsáveis, os EUA saem na frente dos demais países no que diz respeito à implementação de uma nova reforma financeira¹⁰¹. Isto lhe traz vantagens – mesmo com o fato do caráter internacional da crise ter forçado os países a buscarem algum grau de coordenação e convergência entre suas estratégias e políticas – que são refletidas pelo aumento do seu poder de barganha “(...) pelo argumento de que mudanças legislativas, uma vez implementadas, passam a ser dotadas de grande inércia, já que qualquer alteração significativa implicaria um novo processo de discussão e barganha política reconhecidamente complexo” (ANBIMA, 2011, p. 11). Com isto, os EUA podem reivindicar que as reformas financeiras convirjam com o seu processo de reforma.

6.3 PRINCIPAIS TEMAS DA LEI DODD-FRANK

A Lei Dodd-Frank é um documento amplo com mais de 800 páginas e, aproximadamente, 400 resoluções que versam sobre diversas áreas do setor financeiro: práticas de mercado, áreas de atuação de instituições financeiras privadas, atribuições de reguladores, entre outras. Segundo Kregel (2011), os dois pilares da reforma são a regulamentação para melhor

¹⁰¹ “Desde as reformas financeiras que se seguiram à Grande Depressão que os Estados Unidos assumem regularmente a vanguarda do processo de definição de regras de regulação financeira, especialmente no que tange à regulação prudencial. Isso não se deve apenas a ser aquele país dotado dos mercados financeiros mais amplos, profundos e sofisticados do mundo capitalista, mas também à consciência por parte dos reguladores norte-americanos das vantagens da liderança neste tipo de processo” (ANBIMA, 2011, p. 11).

gerenciar os riscos assumidos por instituições financeiras sistemicamente importantes e medidas para forçar a liquidação destas instituições, em caso de falência, sem a assistência pública.

Como a aplicação da Lei trará inevitavelmente o encarecimento dos recursos financeiros e a redução da atividade do setor dado os custos que as instituições financeiras terão para se enquadrarem à nova estrutura regulatória, a implementação de todas as suas regras será aplicada após um prazo de aproximadamente cinco anos. Este foi o tempo estimado para que os supervisores possam definir os procedimentos que estão previstos na Lei e para que as instituições financeiras possam se enquadrar na nova institucionalidade gerada por essa mudança regulatória. (ANBIMA, 2011).

A Lei possui 16 Títulos. São eles: Título I – *Financial Stability*; Título II – *Orderly Liquidation Authority*; Título III – *Transfer of Powers to the Comptroller of the Currency, the Corporation, and the Board of Governors*; Título IV – *Regulation of Advisers to Hedge Funds and Others*; Título V – *Insurance*; Título VI – *Improvements to Regulation of Bank and Savings Association Holding Companies and Depository Institutions*; Título VII – *Wall Street Transparency and Accountability*; Título VIII – *Payment, Clearing, and Settlement Supervision*; Título IX – *Investor Protections and Improvements to the Regulation of Securities*; Título X – *Bureau of Consumer Financial Protection*; Título XI – *Federal Reserve System Provisions*; Título XII – *Improving Access to Mainstream Financial Institutions*; Título XIII – *Pay it Back Act*; Título XIV – *Mortgage Reform and Anti-Predatory Lending Act*; Título XV – *Miscellaneous Provisions*; Título XVI – *Section 1256 Contracts*.

As próximas subseções têm o objetivo de realizar uma discussão sobre os principais temas tratados ao longo desses dezesseis Títulos da Lei Dodd-Frank.

6.3.1 A segurança sistêmica e as normas para lidar com as instituições ‘grandes demais para falir’

As instituições individuais eram, até então, o foco da regulação prudencial. Isto deu-se, em parte, pela dificuldade operacional de se lidar com o risco sistêmico¹⁰² e, também, pela adoção do pressuposto de que instituições individuais fortes, além de um mercado bem supervisionado, seria a melhor forma de evitar o risco sistêmico. Entretanto, a recente crise financeira internacional serviu para desmistificar esse pressuposto, tal como já discutido. Com isto, o controle do risco sistêmico passou a ser um ponto central nas discussões sobre reforma regulatória, constituindo-se como o grande tema tratado pela Lei Dodd-Frank. Ou seja, a grande ênfase que a Lei Dodd-Frank dá ao controle do risco sistêmico – algo que deveria ser perseguido através das medidas denominadas pelo BIS de macroprudenciais – é uma das grandes novidades desta Lei, assim como é o reconhecimento de que a contenção do risco sistêmico é um objetivo que tem de ser alcançado por meio de medidas de regulação financeira. (ANBIMA, 2011).

For the first time in U.S. financial regulatory history, the act requires such regulation — that is, 1) to measure and provide tools for measuring systemic risk, 2) to then designate firms and even sectors as those that pose systemic risk, and 3) to provide enhanced regulation of such firms and sectors. While arguably this type of regulation was always in the purview of the central bank and regulators, the recent crisis has shown the importance of writing it into law. (RICHARDSON, 2012, p. 87).

Para alcançar maior segurança sistêmica, a Lei Dodd-Frank determinou a criação de um Conselho de Supervisão da Estabilidade Financeira (*Financial Stability Oversight Council*, FSOC), presidido pelo secretário do Tesouro, tendo como membros representantes de todos os órgãos de regulação e supervisão financeira do país. Este Conselho exercerá as funções de identificar sinais precoces de risco sistêmico (pelo emprego de indicadores antecedentes de acumulação de risco sistêmico), apontar quais instituições e mercados podem ser fontes de tais riscos e criar respostas às ameaças que surjam à estabilidade financeira. Serão classificadas como sistemicamente relevante as instituições bancárias com ativos cujo valor seja igual ou superior a US\$ 50 bilhões. Porém, caberá ao Conselho monitorar, supervisionar

¹⁰² Riscos sistêmicos ocorrem de forma quase que impossível de previsão segura e se refere à externalidades negativas, “(...) que são efeitos que a ação de algum agente pode ter sobre terceiros, sem que estes últimos possam fazer qualquer coisa para evitar esse impacto” (ANBIMA, 2011, p. 19). Um exemplo de externalidade negativa são as crises de confiança. Em uma situação de crise de confiança, problemas em uma instituição financeira podem sinalizar ao público que todo o setor está em perigo. Segundo Richardson (2012, p. 87), “risco sistêmico surge quando a capitalização agregada do setor financeiro torna-se baixa”.

e, ainda, impor restrições às atividades de instituições financeiras não bancárias, braços financeiros de instituições não financeiras e de bancos cujo valor de ativos seja inferior ao limite pré-estabelecido. O Conselho definirá alguns indicadores de relevância sistêmica para enquadrar as instituições como: tamanho, grau de interconexão da instituição com outras, alavancagem, natureza de ativos e passivos, dependência de financiamentos de curto prazo. Caberá ao Fed supervisionar as instituições classificadas como sistemicamente relevantes, tendo o papel de verificar se estas instituições estão respeitando as regras de coeficientes de capital, taxas de alavancagem, restrições sobre passivos, assim como as demais normas estipuladas a estas instituições. (ANBIMA, 2011; KREGEL, 2012; FARHI, 2011). As exigências regulatórias poderão ser individualizadas¹⁰³ para atender as especificações de cada instituição supervisionada e pelo grau de risco que ela proporcionar.

O Conselho também exercerá a função de formular e compilar bases de dados de informações financeiras de todos os participantes do mercado, com o intuito de contribuir para a identificação de práticas financeiras instáveis. Para auxiliar o funcionamento do Conselho, a Lei também estabelece a criação de um órgão, o Escritório de Pesquisa Financeira (*Office of Financial Research*), que terá como objetivos coletar informações diretamente das companhias financeiras que apresentassem riscos à estabilidade do sistema; desenvolver ferramentas para medir e monitorar o risco sistêmico; e disponibilizar os resultados dessas atividades às agências reguladoras representadas pelo Conselho. (KRAINER, 2012).

Porém, apesar de todas as suas atribuições, o Conselho terá uma enorme dificuldade para criar critérios eficazes para identificar firmas financeiras e não financeiras sistemicamente importantes, algo que prejudica fortemente a identificação dos riscos emergentes. O próprio ex-secretário do Tesouro americano, Timothy Geithner, reconheceu a dificuldade de avaliar o risco que uma instituição financeira pode adicionar ao sistema financeiro. Segundo ele (*apud* KREGEL, 2012, p. 52), “depende muito da situação do mundo na ocasião. Você não será capaz de fazer um julgamento sobre o que é sistêmico e o que não é até que conheça a natureza do choque”. Entretanto, a partir dos pressupostos teóricos do keynesianismo

¹⁰³ “As exigências, por exemplo, em termos de capital regulatório, mas até mesmo em termos de permissão de operação em segmentos específicos do mercado, ou de apelo a certas formas de financiamento (especialmente as definidas como de curto prazo), serão fixadas de acordo com o seu próprio perfil de atividades, com a qualidade do seu aparato de administração de riscos, e outras características que contribuam para determinar sua exposição a riscos e os impactos que uma possível interrupção de operações possa ter sobre o resto do mercado financeiro e da economia. O Conselho de Estabilidade poderá, até mesmo, sob certas condições, ordenar a partição de uma dada instituição financeira, forçando-a a abandonar uma ou mais atividades” (ANBIMA, 2011, p. 21).

financeiro, verifica-se que os processos geradores de fragilidade financeira são inerentes ao próprio sistema capitalista e independem de choques, abundância irracional ou de políticas imprudentes. Para Minsky, as instituições financeiras assumem mais riscos, fragilizando-se, durante a expansão dos ciclos dos ativos, quando o seu otimismo aumenta. Ou seja, é durante a formação das bolhas de ativos que as firmas passam a operar: com descasamento de prazos, alavancadas, descumprindo os critérios de provisionamento de capital de Basileia para usar liquidez com finalidades especulativas, securitizando seus créditos para abrir espaço em seus balanços para a compra de ativos cujos preços estejam aumentando especulativamente, comprando proteção via CDS, criando *hedge funds* e SIVs, arbitrando ganhos especulativos nas diferentes praças financeiras liberalizadas, etc. Portanto, diante desta corrente teórica, a natureza do choque não é tão relevante para o processo de formação de risco sistêmico pelas instituições financeiras.

Um ponto crítico da Lei Dodd-Frank é o fato dela não ter medidas para limitar e reverter o tamanho dos grandes conglomerados bancários multifuncionais¹⁰⁴, instituições tão grandes que chegam a ser consideradas ‘grandes demais para falir’ (*too big to fail*, TBTF). No processo de concepção da Lei, adotou-se o argumento teórico de que as instituições financeiras grandes e integradas ajudariam no fornecimento de uma variedade de serviços financeiros, além de serem importantes por causa da competição nos mercados globais. Além disso, “os problemas enfrentados na última crise não são vistos como resultado do tamanho das instituições multifuncionais, mas do fracasso em permitir que elas fossem à falência sem assistência pública” (KREGEL, 2012, p. 50). Desta forma, os grandes conglomerados bancários multifuncionais continuarão operando da mesma forma, entretanto eles serão sujeitos a regras de dissolução ao se tornarem insolventes. Esta é a principal forma da Lei Dodd-Frank para lidar com o risco apresentado por estes grandes conglomerados multifuncionais.

Como o uso de recurso dos contribuintes para sustentar e recapitalizar as instituições financeiras insolventes durante a crise foi algo que recebeu muitas críticas dos norte-americanos, principalmente através do plano TARP, a Lei Dodd-Frank criou uma autoridade de liquidação ordenada (*orderly liquidation authority*, OLA). Com isto, observa-se que o

¹⁰⁴ Segundo Kregel (2012, p. 59), “a razão dos ativos controlados por JPMorgan Chase, Bank of America, Citigroup, Wells Fargo, Goldman Sachs e Morgan Stanley sobre o produto interno bruto (PIB) aumentou 3 vezes, entre 1995 e 2010, alcançando o equivalente a mais de 60% do PIB norte-americano. A parcela do total de depósitos controlados pelos cinco maiores bancos aumentou mais de 4 vezes, para mais de 45%”

impedimento do uso dos recursos dos contribuintes para a cobertura de perdas ou resgate de instituições insolvente é um dos principais temas tratados pela Lei Dodd-Frank. É importante notar que a criação de normas jurídicas para disciplinar a forma com que as agências reguladoras devem lidar com as instituições em situação de insolvência é uma demanda das próprias agências, que consideraram a falta dessas normas como uma grande dificuldade para que eles pudessem agir durante a atual crise. A OLA possui o objetivo de substituir as impopulares operações de resgates pela liquidação ordenada das instituições, dando poder ao FDIC para assumir as instituições que ameassem a estabilidade financeira dos EUA.

Ao liquidar as instituições insolventes designadas pela OLA, o FDIC terá de agir de modo “(...) a maximizar o valor dos ativos da companhia, minimizar qualquer perda, mitigar o potencial de efeitos adversos sérios para o sistema financeiro, assegurar concorrência oportuna e adequada e tratamento justo e consistente aos interessados nos ativos e nos depósitos, e proibir a discriminação” (KREGEL, 2011, p. 18). O FDIC também garantirá que os sócios da instituição liquidada não recebam seus valores até que todas as dívidas e o Fundo de Seguro de Depósito sejam pagos, que os credores recebam seus pagamentos de acordo com a prioridade dos créditos e terá que assegurar que os administradores responsáveis pela insolvência da instituição sejam removidos dos seus cargos, além de impedi-los de se tornarem acionistas de outra companhia financeira liquidada. A Lei Dodd-Frank ainda estipula que os custos gerados pela atividade de dissolução pelo FDIC sejam posteriormente pagos pelo próprio setor financeiro. Richardson (2012, p. 90) descreve alguns dos poderes que serão dados ao FDIC pela Lei Dodd-Frank para a sua atuação como autoridade de liquidação:

1) advanced planning enhanced by living wills of SIFIs [systemically important financial institutions], 2) prompt distribution of proceeds upon the sales of assets, 3) the authorization to provide “going concern” support via a bridge financial company, 4) the authorization to borrow from the Treasury to provide such funding (eliminating the uncertainty of debtor-in-possession funding), and 5) the ability to transfer qualified financial contracts (for example, swaps, repurchase agreements, and other types of securities contracts) to the bridge company via a brief automatic stay.

Os poderes concedidos ao FDIC como liquidante são similares aos que são atualmente utilizados nas situações envolvendo as instituições financeiras asseguradas, o que inclui a capacidade de continuar as operações de uma instituição insolvente. Entretanto, há diferenças envolvendo as operações do FDIC entre instituições designadas como seguradas das não seguradas. Uma importante diferença é que nas situações envolvendo as instituições

depositárias seguradas, o FDIC considera os ativos transferidos por estas instituições a um veículo de finalidade específica (SPV), mesmo que esta operação tenha se dado por securitização; já no caso das instituições não seguradas, o FDIC não irá adotar este procedimento quando for implantar uma OLA, com o intuito de proteger os ativos transferidos a uma entidade especial. (KREGEL, 2012).

Uma das principais dificuldades enfrentadas pelo FDIC com o processo de liquidação dos grandes bancos é o limitado tamanho dos fundos de seguro de depósito. Por isto, a Lei objetiva aumentar o tamanho do fundo de seguro de depósito por meio dos prêmios de seguros cobrados das instituições asseguradas, tornando-o autosuficiente¹⁰⁵.

Duas outras medidas ainda foram criadas para evitar a possibilidade de resgate de instituições individuais, são elas: i) o mecanismo conhecido como Hotel Califórnia¹⁰⁶, que proíbe as instituições que tenham mudado seu enquadramento regulatório por qualquer razão durante uma crise voltarem a seu status anterior com o intuito de evitar exigências mais difíceis¹⁰⁷; ii) a proibição de uso de recursos de contribuintes para cobrir o custo de intervenção e fechamento de instituições financeiras. Entretanto, segundo ANBIMA (2011), a proibição de uso de recursos dos contribuintes é vista como de eficácia duvidosa, mesmo com a determinação por parte da Lei de perda do capital por parte dos acionistas e dos credores, dado o elevado custo que o fechamento de instituições pode alcançar.

Outra importante forma de lidar com as instituições financeiras consideradas ‘grandes demais para falir’, pela Lei Dodd-Frank, foi a exigência da elaboração de planos de encerramento rápido e ordenado de atividade (os chamados *living wills*), que serão exigidos pelo Fed às companhias financeiras não bancárias e às *holding* bancárias por ele supervisionadas, quando

¹⁰⁵ “A Lei Dodd-Frank, na Seção 334, aumentou a razão mínima de reserva designada de ativos do fundo em relação aos depósitos segurados (Designated Reserve Ratio – DRR), que a FDIC deve estabelecer a cada ano, para 1,35% (a partir do mínimo anterior de 1,15%), e removeu o limite superior do DDR (que era anteriormente de 1,5 %) e, por conseguinte, o limite sobre o tamanho do fundo. A Lei Dodd-Frank exige ainda que a FDIC altere seus regulamentos para redefinir a base de avaliação utilizada para calcular o seguro de depósito. Pela Lei Dodd-Frank, a base de avaliação deve, com algumas possíveis exceções, ser igual à média do total consolidado dos ativos menos o patrimônio tangível médio” (KREGEL, 2012, p. 61).

¹⁰⁶ Esta medida recebeu esta denominação em referência a uma conhecida canção de *rock and roll*, que tinha como verso a expressão: “é possível encerrar a conta, mas não é possível deixar o hotel” (ANBIMA, 2011, p. 22).

¹⁰⁷ “Instituições como o banco de investimento Goldman Sachs, por exemplo, que mudaram seu enquadramento para efeitos de regulação em 2008 para *holding* bancária, com o intuito de ter acesso à rede de segurança do *Federal Reserve*, não poderão simplesmente reverter ao enquadramento anterior, para bancos de investimento, para evitar exigências feitas sobre *holdings* bancárias em decorrência da nova Lei” (ANBIMA, 2011, p. 22).

estas instituições estiverem apresentando situação de ‘tensão financeira ou falência’. O principal objetivo destes planos é evitar o surgimento de pressões inesperadas que possam causar pânico e contágio sobre determinados segmentos do mercado financeiro nos casos, principalmente, de falência das instituições TBTF. Os *living wills* devem conter:

Information regarding the manner and extent to which any insured depository institution affiliated with the company is adequately protected from risks arising from the activities of any nonbank subsidiaries of the company; full descriptions of the ownership structure, assets, liabilities, and contractual obligations of the company; identification of the cross-guarantees tied to different securities; identification of major counterparties; and a process for determining to whom the collateral of the company is pledged. (KREGEL, 2011, p. 21).

A Lei Dodd-Frank também exige que as instituições consideradas sistemicamente importantes elaborem relatórios de exposição de crédito para informar a natureza e a extensão da exposição dessa instituição com outras empresas financeiras não bancárias significativas e com as *holdings* bancárias significativas. Esses relatórios serão analisados pelo Fed e pelo FDIC e serão utilizados para facilitar a análise dos planos de encerramento ordenado de atividade das instituições. Caso os planos de encerramento sejam considerados pelo Fed e pelo FDIC como não críveis, as deficiências no plano de resolução serão informadas para a sociedade e as instituições terão um prazo determinado para fazer as devidas correções.

É importante destacar que a elaboração de planos de encerramento rápido e ordenado de atividade é uma medida que está presente nas propostas de reforma financeira em vários países ou regiões, sendo que na União Européia as propostas de reforma ainda levam em consideração a criação de um fundo de estabilização financeira que seria formado através de uma possível taxaço aos bancos.

Nos EUA, esta medida estava presente nas propostas iniciais, mas foi excluída da Lei pelos parlamentares pela forte pressão do *lobby* financeiro. (ANBIMA, 2011).

6.3.2 A regra de Volcker

A Regra de Volcker (definida na seção 619 da Lei Dodd-Frank), apresentada como uma demanda inegociável do próprio presidente Barack Obama, foi considerada como uma das medidas mais radicais da Lei Dodd-Frank. Sua implantação ficará sob a responsabilidade do Conselho de Supervisão da Estabilidade Financeira. A Regra de Volcker tem como importante objetivo corrigir as dificuldades criadas pelas atividades bancárias multifuncionais, impedindo que os bancos operem assumindo riscos alavancados em posições cujo valor é obtido pelas alterações nos preços dos ativos financeiros, seja com o uso dos seus depósitos ou através de fundos de capital; e limitando a prática da alavancagem pelos bancos. “*The limitations were to not allow proprietary trading and restrict bank ownership in hedge funds and private equity funds to no more than 3% of the bank’s tier 1 capital, and no more than a 3% share in the total ownership of hedge funds and private equity funds*” (KRAINER, 2012, p. 15).

Como o comportamento especulativo das instituições bancárias – que passaram a atuar com operações de compra e venda de papéis no mercado de capitais – foi identificado como o canal que teria colocado estas instituições em risco, a essência da proposta da Regra de Volcker consistia em proibir às instituições bancárias que possuíssem acesso à rede de segurança de operarem com negociações de papéis. Tal proibição se estendia seja às operações dessas instituições com capital próprio, seja patrocinando fundos de *hedge* e fundos de *private equity*. Ou seja, a proposta da Regra visava forçar as instituições a escolher ou realizar operações de crédito, ou realizar operações no mercado de capitais de compra e venda de papéis. Com isto, a expectativa de Paul Volcker, o ex-chefe do Fed e mentor desta regra, era que ela exercesse o mesmo papel desempenhado, no passado, pela Lei Glass-Steagall ao restabelecer a segmentação no mercado financeiro. A proposta da Regra de Volcker ainda apresentava a vantagem, em relação à Lei Glass-Steagall, de maior facilidade para a definição de critérios para a escolha da operação a ser realizada, uma vez que a proposta da Regra não só diferenciava o alvo das operações como, também, a origem dos recursos. Esta vantagem é extremamente importante diante das recentes inovações que ampliaram o processo de desintermediação financeira.

Entretanto, a proposta da Regra de Volcker gerou enorme insatisfação em todo setor bancário, que passou a pressionar os senadores e, posteriormente, os congressistas. A pressão, apesar de não ter sido capaz de evitar a inclusão da Regra na Lei, atenuou seus efeitos. Com isto, foi retirada a cláusula que proibia as instituições bancárias com acesso à rede de proteção de

operar com atividades especulativas em carteira de negociação própria, de aplicar em fundos de *hedge* e *private equity* ou de patrocinar esses fundos. Também foram introduzidas uma série de exceções para a proibição das operações com carteira de títulos por parte dessas instituições¹⁰⁸, além de ter ficado em aberto a possibilidade de criação de subsidiárias capitalizadas independentemente. (ANBIMA, 2011). É importante destacar que essas exceções dependem da inexistência de conflito de interesses com clientes e da impossibilidade da geração de riscos sistêmicos.

Por fim, outra atribuição da Regra de Volcker é que, apesar dela não se aplicar a instituições financeiras nas bancárias, o Fed poderá impor exigências de capital regulatório a estas instituições caso as julgue sistemicamente relevantes¹⁰⁹.

6.3.3 Derivativos

Em relação ao mercado de derivativos, as principais medidas adotadas pela Lei Dodd-Frank visam a redução das operações de balcão e o aumento da transparência desse mercado. Segundo Anbima (2011), a Lei Dodd-Frank, aparentemente, baseia-se no princípio de que os derivativos deveriam ser transacionados em mercados públicos, tal como as bolsas de valores. Porém, dado que as transações em bolsas exigem certo grau de padronização de contratos, seria impossível a negociação de derivativos customizados nestes locais.

Com isto, uma das exigências legais é que os contratos passem a ser liquidados por câmaras de compensação, o que visa aumentar o grau de estabilidade com que esse setor opera. Também passou a exigir-se o registro de contratos para evitar que contrapartes e supervisores financeiros sejam surpreendidos pela exposição de seus parceiros em situações de estresse. Esta medida, desta forma, diminuiria a opacidade dos mercados de balcão. Os participantes

¹⁰⁸ “Essas exceções ou cobrem papéis de baixo risco, como títulos públicos, ou de agências patrocinadas pelo governo (como a *Fannie Mae* e o *Freddie Mac*), ou em operações motivadas por estratégias de *hedge*, ou no interesse de clientes” (ANBIMA, 2011, p. 25).

¹⁰⁹ “Com relação à participação em fundos de *hedge* e de *private equity*, as restrições acabaram sendo menos drásticas. Desde que não haja conflitos de interesse ou ameaça sistêmica, e que o banco declare explicitamente que nenhuma garantia é estendida por ele às aplicações do fundo, será permitida sua participação. No entanto, essa participação não pode exceder 3% do capital do fundo no prazo de um ano da sua criação, nem a soma das participações exceder 3% da faixa 1 do capital do banco. A formulação inicial era mais restritiva, limitando a participação agregada em fundos a 3% do capital em ações, mas a disposição foi abrandada no Congresso para a forma agora vigente” (ANBIMA, 2011, p. 22).

das negociações envolvendo derivativos nos mercados de balcão também serão sujeitos a padrões mais rígidos de requerimento de margens e depósito de colateral, o que ajudará a garantir a solvência dos contratos. A Lei também permite que a autoridade reguladora defina limites para o tamanho das posições. (KRAINER, 2012; KREGEL, 2011).

Centralized clearing of derivatives and the push for greater transparency of prices, volumes, and exposures — to regulators and in aggregated form to the public — should enable markets to deal better with counterparty risk, in terms of pricing it into bilateral contracts, as well as understanding its likely impact. (ACHARYA et al, 2010, p. 8).

Entretanto, como a exigência de margens tende a encarecer a oferta de derivativos, as operações realizadas por instituições não financeiras, tal como *hedge* para suas atividades, foram excluídas do alcance da Lei. Já as operações interfinanceiras não se beneficiaram de nenhuma exceção. Em relação aos derivativos cambiais, caberá ao secretário do Tesouro decidir se eles devem ou não ser apurados em um mercado regulado, o que vai depender do entendimento do secretário se os contratos negociados foram estruturados para ficar fora do alcance da legislação.

A Lei Dodd-Frank também traz uma disposição que se refere aos conflitos de interesse e à conveniência de definir o dever fiduciário de instituições financeiras ofertando derivativos. Isto com o intuito de proibir que as instituições que estiverem ofertando derivativos possam realizar operações com esses instrumentos de tal forma que causem prejuízos aos seus clientes¹¹⁰. Porém, as instituições financeiras, ao se sentirem prejudicadas com a obrigatoriedade de ser *market makers*, reagiram fortemente. Isto levou os legisladores a remeter essa disposição para estudo. “*Finally the Dodd-Frank Act prohibits the central bank or deposit insuring agency from providing financial assistance to any major participant in the derivative market unless overridden by a 2/3rds majority of the Financial Stability Oversight Council*” (KRAINER, 2012, p. 20).

Em relação aos contratos de *swap*, tanto a Regra de Volcker, quanto a Emenda Lincoln trazem medidas para a sua regulamentação. Pela Regra de Volcker as instituições definidas como

¹¹⁰ “O que a Lei Dodd-Frank tentaria coibir com essa disposição seriam casos como o que levou a SEC a abrir processo contra o banco de investimentos Goldman Sachs, em que esta instituição, após vender CDSs contra um determinado risco de crédito, passou a fazer vendas a descoberto (*short selling*) destinadas a reduzir seu valor de mercado. Estivesse esse tipo de operação coberto pelo princípio do dever fiduciário, o banco não poderia tê-la realizado” (ANBIMA, 2011, p. 28).

‘entidades de *swaps*¹¹¹, e as entidades que possuírem grandes posições em *swaps* ou que mantenham *swaps* em aberto suficientemente para criar exposição substancial às contrapartes, ampliando a instabilidade do sistema financeiro americano, estão proibidas de obter assistência federal. Elas também estão sujeitas a manutenção de registro. Porém, dadas as dificuldades que essa medida criaria “(...) para os bancos na prestação de serviços aos clientes em operações de derivativos, ou no uso destes instrumentos na cobertura de seus próprios riscos mediante a utilização de contratos de derivativos” (KREGEL, 2012, p. 55), foi criada uma cláusula de fuga que permite que os bancos tenham acesso tanto ao seguro quanto ao suporte do Fed nas situações em que as operações de *swaps* forem realizadas através de uma instituição afiliada¹¹².

A Emenda Lincoln (criada pela senadora Blanche Lincoln), que também faz parte da Lei Dodd-Frank, também estabeleceu limites para a operação das instituições financeiras com acesso à rede de proteção do Estado com derivativos e proibiu a sua atuação como *swap dealers* (corretor de *swap*). A proposta da Emenda, assim como a regra de Volcker, era muito mais ampla, proibindo bancos com acesso à rede de proteção do Estado de agir como contrapartes em *swaps*, vendendo esses contratos. Mais uma vez o *lobby* do sistema financeiro fez com que a proposta não fosse integralmente aceita. Com isto, “a emenda Lincoln acabou por permitir a oferta de *swaps* por bancos qualificados para receber assistência federal em conexão com a oferta de empréstimos a clientes ou na constituição de *hedges*, ou como forma de mitigação de risco para si próprios” (ANBIMA, 2011, p. 28).

Especificamente em relação aos CDS (*Credit Default Swaps*), a Lei Dodd-Frank obriga os bancos a ter de liquidá-los em organizações ou agências de liquidação oficial. Os bancos também estão subordinados a padrões mais rígidos de depósitos de margens, o que tem o objetivo de garantir a solvência dos contratos com CDS.

¹¹¹ São classificadas como ‘entidades de *swaps*’ as instituições que operam como corretor de *swaps*, corretor de *swaps* baseados em títulos, principal participante de *swaps* e participante principal em *swaps* lastreados em títulos.

¹¹² “As afiliadas podem ser criadas por qualquer instituição depositária que faça parte tanto de uma *holding* bancária como de uma *holding* de poupança e empréstimos, sob a condição de que a afiliada cumpra as disposições das Seções 23A e 23B da Federal Reserve Act (Lei da Reserva Federal) e quaisquer outras exigências que a Commodity Futures Trading Commission - CFTC (Comissão de Negociação de Futuros de Commodities), a SEC e o Fed possam determinar como necessárias” (KREGEL, 2012, p. 55-56).

A Lei Dodd-Frank ainda prevê a aplicação dos regulamentos de câmbio e de compensação de futuros para praticamente todos os contratos de *swap* que forem padronizados. (KREGEL, 2011). Em relação à autoridade regulatória para os contratos de *swaps*, dada a existência paralela dos contratos baseados em mercadorias (*commodities*) e dos contratos financeiros, a divisão já existente nos EUA será preservada. Com isto, os contratos envolvendo *commodities* continuarão sendo regulados pela CFTC, enquanto os demais contratos financeiro serão regulados pela SEC. Já em relação aos *swap dealers*, a Lei Dodd-Frank obriga que eles apliquem padrões mínimos de capital e que respeitem as exigências de margens iniciais e de variação para *swaps* que não forem liquidadas, conforme estipulado pela agência ou pela comissão reguladora prudencial responsável. (KREGEL, 2011).

6.3.4 Agências de classificação de risco

As agências de classificação de risco e, principalmente, as organizações estatísticas de classificação de riscos reconhecidas nacionalmente (*nationally recognized statistical rating organizations*, NRSROs) foram amplamente criticadas com a crise financeira de 2007/2008 por não terem conseguido medir adequadamente os riscos de crédito de papéis securitizados e por prestarem serviço de consultoria aos próprios emissores desses papéis, gerando conflitos de interesse. Como a legislação nos EUA impede que haja algum tipo de intervenção nos métodos empregados por essas agências para calcular os riscos de cada contrato, a Lei Dodd-Frank versa sobre a definição de controles eficazes internos às agências que coíbam conflitos de interesse e desvirtuamento da missão dessas instituições. Também há a exigência para que os métodos de avaliação das agências sejam transparentes. Estes métodos de avaliação não mais serão protegidos pela Primeira Emenda (que garante liberdade de opinião), o que significa que diante de evidências de desleixo nas diligências ou má-fé, as agências de classificação de risco responderão por fraude.

Para isso, o título IX da Lei Dodd-Frank prevê a criação de um Escritório de Avaliação de Crédito (*Office of Credit Rating*), que possuirá a autoridade para multar as agências de classificação de risco e para administrar as regras da SEC em relação às práticas das NRSROs. O Escritório de Avaliação de Crédito também examinará, pelo menos anualmente, as NRSROs avaliando as seguintes questões: procedimentos estabelecidos pelas NRSROs

para a atribuição das notas, surgimento de conflitos de interesse, procedimentos de governança corporativa das NRSROs, processamento das reclamações etc. As conclusões obtidas pelo Escritório de Avaliação de Crédito sobre as NRSROs serão publicadas por relatórios anuais. “Todas as NRSROs serão obrigadas a estabelecer, manter, cumprir e documentar uma estrutura eficaz de controle interno para determinar as classificações de risco de crédito” (KREGEL, 2011, p. 71).

Com o intuito de proporcionar mais transparência, permitindo que os clientes das NRSROs possam avaliar as classificações dessas agências e comparar os desempenhos entre eles, todas as NRSROs também serão obrigadas a divulgar informações sobre as avaliações de crédito inicialmente atribuídas, assim como as posteriores alterações.

Como forma de eliminar a excessiva confiança dos agentes nas classificações de risco de crédito, a Lei Dodd-Frank também estabelece a exclusão de todas as referências à classificação de risco de crédito dos demais esquemas estatutários, o que inclui a *Federal Deposit Insurance Act*, a *Federal Housing Enterprise Financial Safety and Soundness Act*, a *Investment Company Act* e a *Securities and Exchange Act*. Além disto, todas as agências federais terão de introduzir nos seus regulamentos outros padrões de capacidade creditícia em substituição à classificação de risco de crédito. (KREGEL, 2012). A Lei Dodd-Frank também estabelece que as agências de classificação de risco sejam sujeitas às mesmas responsabilidades das empresas de contabilidade e dos analistas de valores mobiliários sob a lei de *securities* federal. Por fim, a Lei Dodd-Frank determina a elaboração de estudos e relatórios¹¹³ para contribuir com a regulamentação futura das agências de classificação de risco.

6.3.5 A regulamentação sobre a securitização

¹¹³ “These include a report to Congress on the credit rating process for these products within 24 months of conclusion. It must include a study regarding the feasibility of establishing an independent organization to assign NRSROs to determine credit rating agencies, a report on the independence of NRSROs and how this impacts ratings, a study on the feasibility and desirability of standardizing credit rating terminology across credit rating agencies and asset classes, and a study of alternative means for compensating NRSROs to create incentives for more accurate ratings” (KREGEL, 2011, p. 28).

O processo de securitização é extremamente complexo pois envolve múltiplas partes que possuem não só diferentes incentivos, como diferentes níveis de informações – o que rompe com a tradicional relação direta entre mutuário e credor. (FSOC, 2011). Neste processo, a parte mais exposta ao risco é o investidor, que é justamente o agente que tem menos informação sobre o mutuário e exerce pouca influência sobre os padrões de subscrição. Com isto, os originadores e as securitizadoras, que são os agentes com menos risco de crédito neste processo, têm incentivos para, no curto prazo, diminuir os padrões de risco na subscrição dos empréstimos (algo que será difícil de ser detectado pelos investidores) visando aumentar os seus retornos. É importante salientar que o desenvolvimento do modelo originar para distribuir (*originate-to-distribute*) exacerbou ainda mais esses problemas, por ter ampliado o volume de securitizações. A ampliação das operações de securitização – que permitiu a ampliação das operações financeiras desintermediadas e, com isto, o desenvolvimento do *shadow banks system* – é identificada, por diversos autores, como um dos elementos que está na raiz da crise financeira.

Este tipo de instrumento financeiro passou, assim, a ser objeto de regulamentação pela Lei Dodd-Frank. Segundo a FSOC (2011), as reformas para o mercado de securitização incluem maior transparência para investidores, a criação de medidas para atenuar os conflitos de interesse envolvendo as agências de classificação de crédito (medidas já discutidas) e, principalmente, o estabelecimento de requisitos para a formulação de uma estrutura de retenção de parte dos riscos de crédito (*risk - retention framework*). Desta forma, esta Lei não estabeleceu regras extensas para este tipo de instrumento, passando a exigir, principalmente, que originadores de títulos lastreados em *securities* e ofertantes de papéis securitizados passassem a manter em carteira 5% do total emitido, sendo proibida a possibilidade de fazer *hedge*. Segundo Kregel (2011, p. 23), “*this is based on the presumption that if banks had retained some risk, they would have been more diligent in monitoring the quality of the mortgages that they securitized*”. Essa regra não se aplica aos emitentes de hipotecas residenciais que são classificadas pelos reguladores como qualificadas e aos originadores de ativos que atenderem aos padrões mínimos de subscrição determinados pelos reguladores.

A Lei Dodd-Frank tem também promovido a elaboração de estudos com o intuito de criar princípios e recomendações para contribuir com a formulação de uma estrutura de retenção de parte dos riscos pelas instituições financeiras, de forma a fortalecer o processo de

securitização. (KREGEL, 2011). Um importante estudo foi elaborado pela FSOC (2011, p. 2), cujas principais conclusões são:

Securitization is an important source of credit formation to the economy, but certain risks of securitization contributed to the financial crisis and macroeconomic instability; Risk retention, if properly structured, can address some of these inherent risks by requiring an originator or securitizer to have ongoing exposure to the credit risk of the underlying assets; There are macroeconomic implications of securitization and risk retention; to the extent that risk retention can incent better lending decisions, it may help to mitigate some of the pro-cyclical effects securitization may have on the economy.

Baseando-se nessas conclusões, o estudo da FSOC propõe que uma estrutura de retenção de risco deve atender, principalmente, os seguintes requisitos: incentivar as operações de securitização, mas sem alterar a sua estrutura e os seus objetivos; ampliar a confiança e a segurança para os participantes do mercado; e, estimular uma alocação eficiente do capital. Entretanto, tal estudo salienta que uma estrutura de retenção de riscos pode apresentar implicações macroeconômicas complexas, pois ela pode incentivar melhores decisões de crédito, além de reduzir alguns riscos do processo de securitização; porém, se ela for muito restritiva, pode limitar a oferta de crédito, o que prejudica a atividade econômica. Desta forma, segundo Kregel (2011), o principal desafio na criação de uma estrutura de retenção de risco é maximizar os benefícios que tal estrutura proporciona e minimizar os seus custos.

Porém, esta regulamentação, que tem sido nomeada como ‘mantendo a pelo em jogo’, vem sendo alvo de diversas críticas. Uma delas se dá pelo fato de que uma das grandes perdas sofridas pelas instituições envolvidas na securitização foi por elas terem mantido de forma voluntária uma quantidade substancial de papéis lastreados em títulos *subprime* em seus ativos. Isto, além de não ter contribuído para uma maior preocupação com a qualidade dos ativos por parte das instituições, ampliou ainda mais a instabilidade observada. A criação de uma estrutura de retenção de risco também é alvo de críticas, pois “(...) as condições contábeis que determinam se as securitizações podem ou não ser consideradas vendas excepcionais de ativos fora do balanço não fazem referência à ‘retenção de risco’” (KREGEL, 2012, p. 68). Desta forma, a estrutura de retenção de risco não necessariamente criará mais transparência e permitirá uma melhor monitoração dos processos de securitização.

Com o intuito de criar mais transparência ao investidor, a SEC também “(...) exigirá novos padrões de *disclosure* para todos os agentes envolvidos no processo de securitização, desde a instituição originadora, passando pelas *SIVs* e pelas agências de *rating* envolvidas nesse processo” (TEIXEIRA, 2010, p. 82). Isto fará com que o investidor passe a ter as informações mais relevantes (tais como a origem do ativo e o percentual de cada empréstimo contido no ativo) quando ele for comprar o ativo.

6.3.6 A reforma aos fundos de *hedge*

Os fundos de *hedge* foram fortemente impactados com a recente crise financeira internacional, sofrendo perdas patrimoniais, além de perda de seus clientes. Segundo Kregel (2011), como se acredita que tais fundos não desempenharam nenhum papel de destaque para a origem da crise, a Lei Dodd-Frank não cria normas substanciais para estes fundos. Com isto, a atual reforma afeta os fundos de *hedge* através de duas disposições básicas. Primeiro, permite que a FSOC possa classificar grandes fundos de *hedge* como sistemicamente importantes, sujeitando-o a regulamentos adicionais, tais como os aplicados às instituições reguladas; ou submetendo-os à regulação das operações de *swaps* seja como um participante principal da operação de *swap*, seja como um *swap dealer*. Segundo, necessidade de registro no Estado de residência para os casos em que os fundos operarem com ativos entre US\$ 25 milhões a US\$ 100 milhões, ou de registro na SEC nos casos em que os fundos operarem em mais de 15 Estados ou que possuam ativos com valor superior a US\$ 100 milhões. Ao se registrarem junto à SEC, os *hedge funds* terão que fornecer informações sobre seus negócios e carteiras de aplicações para que os reguladores possam avaliar a possibilidade de risco sistêmico. (FIRSTDATA, 2010). Entretanto, como a Lei Dodd-Frank criou restrições às atividades dos bancos, isto pode contribuir para que os fundos de *hedge* continuem se desenvolvendo.

6.3.7 A emenda Collins

Essa emenda, apresentada pela presidente do FDIC (Sheila Baird), torna as especificações do Comitê de Basiléia parte integrante da Lei Dodd-Frank, sendo que são os reguladores norte-

americanos que terão que estabelecer os índices (o que podem torná-los coincidentes, ou não, com os de Basileia). Isto pode provocar distorções competitivas entre os bancos americanos e os situados em outros países. Assim, os coeficientes de capital como proporção dos ativos ponderados pelo risco, a taxa de alavancagem, os requisitos de liquidez e os amortecedores anticíclicos serão, em tese, estabelecidos em igualdade de condições com os países que implementarem as propostas do Comitê. É importante destacar que as agências bancárias federais serão obrigadas a desenvolver requerimentos de capital levando também em conta o risco que a atividade de determinadas instituições financeiras representa para outros agentes públicos e privados. “*Such rules shall address, at a minimum, the risks arising from significant volumes of activity in derivatives, securitized products purchased and sold, financial guarantees purchased and sold, securities borrowing and lending, and repurchase agreements and reverse repurchase agreements*” (KREGEL, 2011, p. 26). Dado que as propostas do Comitê de Basileia são uma parte integrante da Lei Dodd-Frank, os bancos norte-americanos exercerão uma enorme pressão para que restrições similares sejam implantadas em outros países para que haja uma maior homogeneidade das regras no campo internacional.

É importante salientar que a Emenda Collins ainda estabelece a implementação de requerimentos de capital para as *holding* bancárias (o que engloba as *holdings* de bancos estrangeiros operando nos Estados Unidos), as *thrift holding companies* e às companhias financeiras não bancárias, que forem classificadas como sistemicamente importantes. (DEOS, 2012).

6.3.8 Provisionamento de liquidez

A Lei Dodd-Frank também visa proibir qualquer tipo de ajuda de liquidez pelo Fed a instituições individuais e a mutuários insolventes, algo que foi amplamente utilizado na crise de 2008 com a justificativa de evitar a ampliação do pânico que o fechamento de importantes instituições como a AIG e o *Citicorp* poderiam provocar. As operações de redesconto foram o principal instrumento de apoio do Fed durante a crise. Com a Lei Dodd-Frank esse tipo de operação só poderá acontecer em casos de existir um ‘evento de liquidez’, situação que terá de ser reconhecida formalmente pelo Fed e pelo FDIC por solicitação do secretário do

Tesouro. Esta medida faz parte da intenção dos parlamentares, ao elaborar a Lei Dodd-Frank, de garantir que nenhum apoio seja dado às instituições financeiras em processo de falência.

*The Act thus calls on the Board of Governors, “in consultation with the Secretary of the Treasury, to establish the policies and procedures to ensure that any emergency lending program or facility is for the purpose of providing liquidity to the financial system, and not to aid a failing financial company, and that the security for emergency loans is sufficient to protect taxpayers from losses and that any such program is terminated in a timely and orderly fashion. The policies and procedures established by the Board shall require that a Federal reserve bank assign, consistent with sound risk management practices and to ensure protection for the taxpayer, a lendable value to all collateral for a loan executed by a Federal reserve bank” (SEC apud KREGEL, 2011, p. 22, **aspas do original**).*

A Lei também obriga o Fed a solicitar aprovação prévia do secretário do Tesouro para realizar as operações de emergência de liquidez. Caso a solicitação seja aprovada, dentro de um prazo de sete dias, o Fed terá de justificar a assistência ao Senado, além de prestar informações completas sobre a assistência, o que inclui: a sua duração, a especificação exata das garantias depositadas e do valor delas, as taxas de juros, o valor de qualquer receita que será recebida em troca da assistência de liquidez, os custos estimados aos contribuintes provenientes desta ajuda de liquidez etc. Por fim, a Lei Dodd-Frank ainda estabelece que o Fed crie rígidos procedimentos com o intuito de proibir que tomadores insolventes possam ter acesso a empréstimos de programas e linhas governamentais.

6.3.9 A estrutura regulatória dos EUA

Tal como já abordado, a estrutura regulatória dos EUA é criticada pelo fato da responsabilidade regulatória do sistema financeiro americano ser compartilhado por uma grande variedade de agências reguladoras estaduais e federais, que muitas vezes executam as mesmas tarefas. A Lei Dodd-Frank não resolve este problema. Esta Lei – através do Título III: *‘Transfer of Powers to the Comptroller of the Currency, the Corporation, and the Board of Governors* – afeta este problema apenas ao eliminar uma das diversas agências reguladoras, a *Office of Thrift Supervision* (OTS). A OTS é uma instituição que possui uma péssima reputação, que ficou ainda mais abalada devido à crise, dado que era responsável pela regulação da AIG. O Subtítulo A do Título III da Lei Dodd-Frank cuida da transferência das competências e atribuições da OTS. Segundo ele: os poderes e atribuições da OTS como

órgão supervisor de poupança e empréstimos serão transferidos para o Fed; os poderes e atribuições da OTS como órgão supervisor de associações de poupança federal serão transferidos para a OCC, e; os poderes e atribuições da OTS como órgão supervisor de associações de poupança estadual serão transferidos para o FDIC.

A Lei Dodd-Frank ainda afeta a estrutura regulatória do EUA por ter ampliado as responsabilidades regulatórias do Fed, que passou a ter o objetivo de supervisionar todas as instituições classificadas como sistemicamente relevantes. *“As a result, the potential conflict between the Fed’s role in designing and implementing price and output stabilization policy and undertaking the responsibility for financial stability assigned it by the Act have substantially increased”* (KREGEL, 2011, p. 30).

6.3.10 Bureau de proteção a consumidores

Mais uma medida criada por forte imposição do presidente Obama (apesar da oposição das instituições financeiras e dos reguladores – que temiam ter sua função de supervisão financeira reduzida) – o Bureau de Proteção a Consumidores (*Bureau of Consumer Financial Protection*, BCFP) foi criado como entidade autônoma, alojada no aparato do Fed, mas sem subordinação, com amplos poderes de supervisão e de imposição de procedimentos financeiros para proteger os consumidores das possíveis perdas. Sua atuação, do ponto de vista prático, dependerá da criação dos seus estatutos internos que ainda serão elaborados. O presidente do BCFP será nomeado pelo próprio presidente dos EUA e terá mandato de cinco anos¹¹⁴.

As principais funções realizadas pelo BCFP serão: i) realizar programas de educação financeira; ii) coletar, investigar e responder às reclamações realizadas pelos consumidores sobre serviços e atividades financeiras; iii) disponibilizar informações relevantes a respeito do funcionamento dos mercados, produtos e serviços financeiros para o consumidor; iv) emitir novas regras, além de orientar a implementação de leis federais de defesa ao consumidor financeiro, e; v) supervisionar as entidades responsáveis pelo cumprimento das leis e regulamentações de defesa do consumidor financeiro e tomar as medidas adequadas no caso

¹¹⁴ As decisões tomadas pelo presidente do BCFP “(...) serão finais, exceto pela possibilidade de apelo de outras instituições reguladoras ao Conselho de Estabilidade Sistêmica” (ANBIMA, 2011, p. 30).

das violações desse direito. “*The Bureau will have the authority to examine and enforce regulations for insured depository institutions and credit unions with assets greater than \$10 billion and most mortgage-related businesses, payday lenders, student lenders and non-bank financial companies*” (FIRSTDATA, 2010, p. 3). O BCFP poderá aplicar penalidades civis contra os infratores, tal como a cobrança de multas que irão variar de US\$ 5 mil a US\$ 1 milhão por dia de violação. Entretanto, apesar do poder atribuído ao BCFP pela Lei Dodd-Frank, a Lei apenas apresenta sugestões da sua atuação, seus regulamentos e sua capacidade de intervenção. Os próprios estatutos internos do BCFP, que ainda serão criados, é que irá explicitar a forma de atuação deste órgão.

6.3.11 Remuneração de executivos

Três medidas foram estabelecidas na Lei Dodd-Frank sobre esta questão. Primeira, a imposição de transparência nas estruturas de remuneração das instituições bancárias, que terão de divulgar o quociente entre a maior remuneração de executivos e a mediana de salários da instituição. Com os acionistas podendo, periodicamente, votar na estrutura de pagamentos da instituição. Segunda, o estabelecimento de uma regra de devolução de compensação recebida por desempenho, quando ficar provado que o pagamento foi indevido em um determinado horizonte predeterminado de tempo. Terceira, a exigência de avaliação dos esquemas de remuneração pelos comitês de risco de cada instituição bancária, que terão a obrigação de identificar se esses esquemas de remuneração estão adequados às estratégias de risco adotadas pelo banco.

6.4 UMA ANÁLISE DO ATUAL ESTÁGIO DE IMPLEMENTAÇÃO DA LEI DODD-FRANK

Após a promulgação, em 21 de julho de 2010, pelo presidente Obama, a Lei Dodd-Frank está em processo de implementação das leis nos Estados Unidos, que é considerado complexo¹¹⁵.

¹¹⁵ “Após a aprovação do projeto de lei pelo presidente, são determinadas as agências que serão responsáveis pela implementação da lei. Assim, a agência deve seguir alguns passos para a concretização do processo regulatório: (i) poderá, mas não é obrigada a, emitir um ‘*advance notice of proposed rule making*’ (ANPRM), discutindo a intenção de colocar em prática uma nova regulação, incluindo um resumo de sua proposta, mas sem linguagem específica; (ii) seguinte ao ANPRM ou como um primeiro passo no processo, a agência deverá

Antevendo esse processo, a própria Lei já havia preestabelecido um prazo de, aproximadamente, cinco anos para a total implantação da reforma.

O escritório de advocacia norte-americano Davis Polk & Wardwell LLP tem feito a análise do progresso da implantação da Lei Dodd-Frank. Segundo ele, em julho de 2014, após exatos quatro anos de promulgação da Lei Dodd-Frank, das 398 regras previstas para a implementação da reforma 208 foram finalizadas, o que significa que apenas algo em torno de 52,3% do total da reforma está vigor. Mesmo assim, este percentual demonstra certa evolução, tendo-se em vista que após o primeiro ano da assinatura da Lei apenas 13% do total das suas regras haviam sido implementadas, percentual que evoluiu para 30,9% após o segundo ano e 39,7% após o terceiro ano (vide a Figura 21).

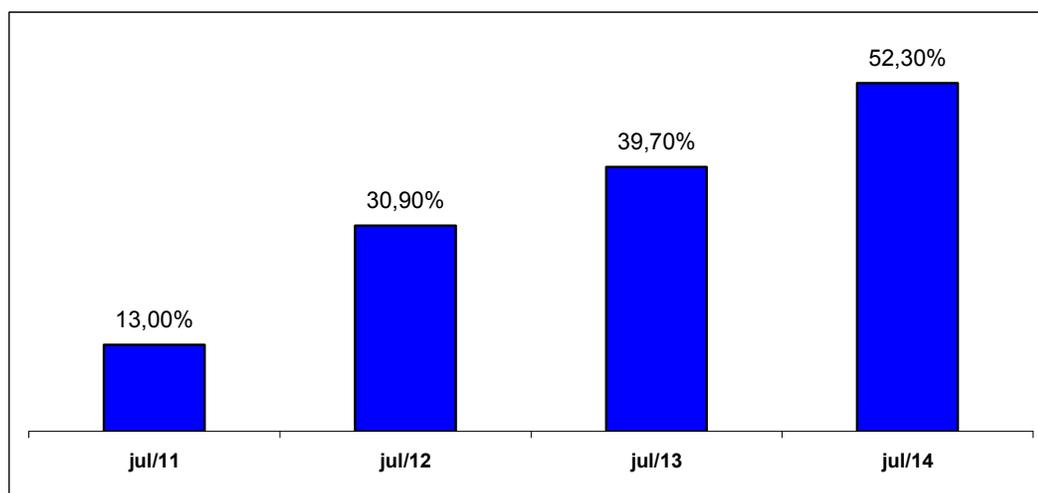


FIGURA 21 – Percentual de regras da reforma implementadas ao longo dos últimos quatro anos.

Fonte: DAVIS POLK; WARDWELL, (2011, 2012, 2013 e 2014).

Das restantes 190 regras que ainda faltam para completar o processo de reforma financeira, 94 delas tiveram suas propostas apresentadas (o que significa que 23,6% do total da reforma está em fase de comentários públicos), enquanto 96 ainda sequer tiveram propostas apresentadas (o que representa 24,1% do total da reforma). É importante realizar esta distinção entre as regras que já tiveram suas propostas apresentadas e as que ainda não, pois, após escrever as

publicar um *'notice of proposed rule making'* (NPRM), contendo a regulação proposta e requisitando comentários; (iii) depois de revisar os comentários recebidos, a agência poderá, mas também não é obrigada a, emitir o *'final rule making'*, o decreto preliminar, incluído no Registro Federal (*Federal Register*) deverá incluir um resumo ou análise dos comentários recebidos. Só então, a lei estará implementada” (VACCARE, 2012, p. 42).

regras, os reguladores precisam torná-las pública para que interessados possam realizar comentários. Além disso, como os comentários, em sua maior parte, são realizados por lobistas do sistema financeiro, as propostas das regras podem sofrer alterações. “*According to OpenSecrets.org, securities and investment firms such as Goldman Sachs (GS) and JPMorgan Chase (JPM) spent \$98 million on lobbying in 2013*” (CNN MONEY, 2014).

Já em relação aos prazos para a implementação da reforma, 280 regras das 398 tiveram seu *deadline* em julho de 2014, o que representa 70,4% do total das necessidades de regulamentação. Ou seja, pelo previsto na Lei Dodd-Frank, 280 regras tinham que estar implantadas até julho de 2014. Destas 280 regras, 127 estão com prazos atrasados (45,4%) e só 153 foram finalizadas (54,6%). Das 127 regras atrasadas, 42 ainda nem tiveram suas propostas apresentadas pelos respectivos reguladores. A Figura 22 apresenta o estágio de implementação da Lei Dodd-Frank verificado em julho de 2014.

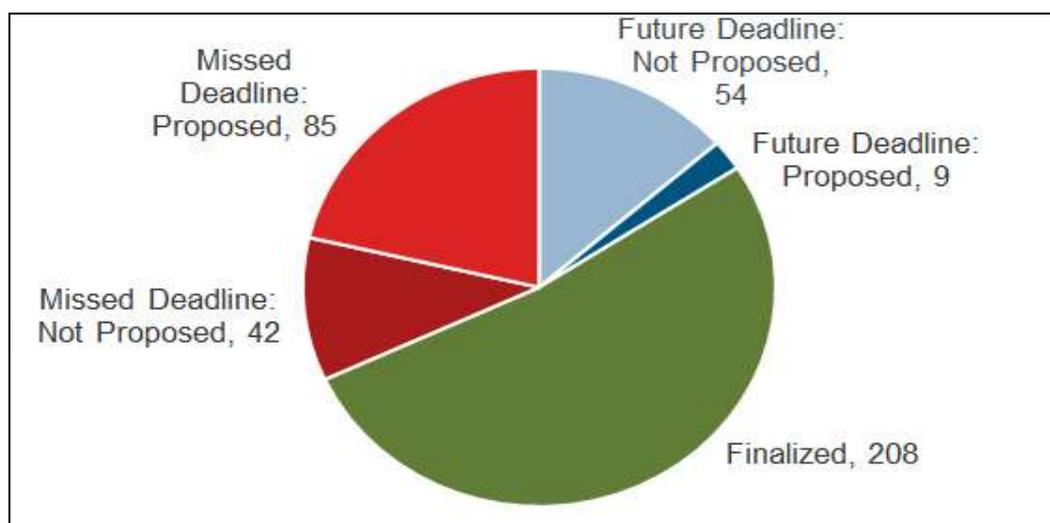


FIGURA 22 – Estágio de implementação da Lei Dodd-Frank (em 18 de Julho de 2014)
Fonte: DAVIS POLK; WARDWELL, 2014, p. 2.

Os planos de resolução (*living wills*) tiveram o seu regulamento finalizado e foi formalizado pelo FDIC em setembro de 2011. Segundo Deos *et all* (2013), o FSOC, desde abril de 2012, possui a autorização para determinar quais as instituições financeiras não bancárias podem ser supervisionadas pelo Fed.

Segundo Vaccare (2012), o mês de abril de 2012 representou um importante marco para o avanço das regras pertencentes ao título VII da Lei Dodd-Frank (*Wall Street Transparency*

and Accountability), pois a SEC e o CFTC apresentaram as versões finais dos regulamentos que definem os seguintes termos: ‘*swap dealer*’, ‘*security-based swap dealer*’, ‘*major swap participant*’, ‘*major security-based swap participant*’ e ‘*eligible contract participant*’. Isto é essencial para que a supervisão dos mercados de derivativos possa entrar em prática. Outras duas regulamentações pertencentes ao título VII também foram finalizadas em abril de 2012: a regra que apresenta o limite pelo qual o FDIC pode liquidar uma instituição financeira coberta e o regulamento que apresenta os critérios para a classificação de uma instituição não-bancária como ‘instituição financeira sistemicamente importante’ (SIFI).

Analisando a regulamentação distribuída por agências, observa-se que das 398 regras propostas, 135 foram destinadas aos reguladores bancários (destacando-se o Fed e o FDIC), o que representa 33,9% do total da reforma proposta pela Lei Dodd-Frank. Das regras propostas para este tipo de agência de regulação, em julho de 2014, 70 já haviam sido finalizadas (o que representa 51,8% do total das regras para esta agência). Observa-se também que, para este mesmo período de análise, das 60 regras destinadas ao CFTC (o que representa 15,1% do total da reforma), 50 foram finalizadas (83,3% do total das regras para esta agência); enquanto que das 90 regras destinadas à SEC (correspondendo a 22,6% do total da reforma), 42 foram finalizadas (46,7% do total das regras para esta agência). Portanto, do total de regras implementadas, a maior parte delas foi destinada aos reguladores bancários (70 regras). Porém, o CFTC foi a agência com maior percentual de regras finalizadas (83,3%). A Figura 23 apresenta uma análise da evolução da implementação da Lei Dodd-Frank por agências reguladoras, para julho de 2014 destacando a quantidade de regras finalizadas e em atraso para cada agência.

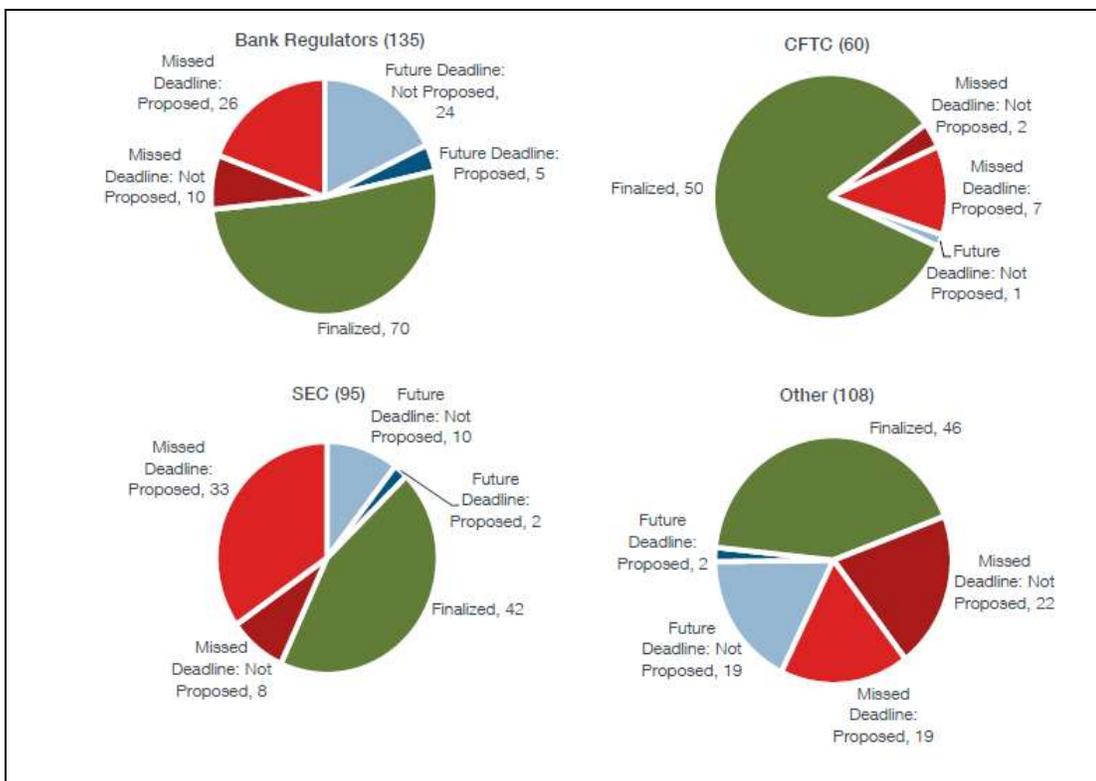


FIGURA 23 - Uma análise da evolução da implementação da Lei Dodd-Frank por agências reguladoras (em julho de 2014).

Fonte: DAVIS POLK; WARDWELL, Julho de 2014, p. 4.

Nota: Os valores referem-se aos números de requisitos de regulamentação.

A Figura 23 também nos permite observar os atrasos por agência. Os reguladores bancários tiveram 36 atrasos, enquanto o CFTC e a SEC tiveram 9 e 41 atrasos, respectivamente. É importante salientar que, em relação aos prazos para a implementação da reforma pelas agências reguladoras, das 280 regras que tiveram seu *deadline* em julho de 2014, 90 deveriam ter sido implantadas pelos reguladores bancários, 54 pela CFTC, 76 pela SEC e 60 pelas demais agências. (DAVIS POLK; WARDWELL, 2014). Desta forma, a SEC tem se mostrado como o regulador menos eficiente na implementação das regras da Lei Dodd-Frank. Isto tem prejudicado o processo de reforma envolvendo os derivativos e os *Asset-Backed Securities* (ABS), tal como pode ser verificado através da Figura 24 – que traz uma análise do processo de implementação da reforma por temas selecionados em julho de 2014.

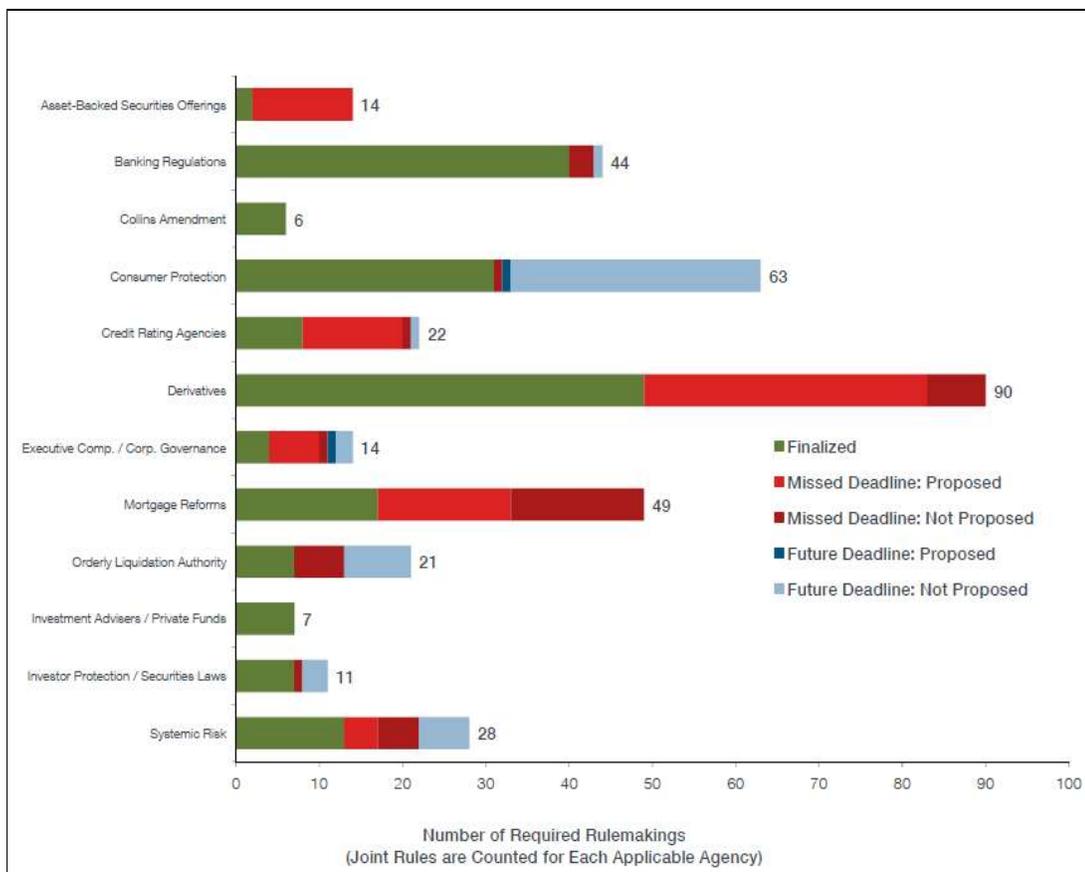


FIGURA 24 – Uma análise do processo de implementação da reforma por temas selecionados (em julho de 2014).

Fonte: DAVIS POLK; WARDWELL, Julho de 2014, p. 7

Outro dado alarmante, que pode ser observado pela Figura 24, refere-se aos atrasos envolvendo a reforma de hipotecas, principalmente devido ao número de regras ainda não propostas. Ainda merecem destaque, por causa dos atrasos, os seguintes temas: as agências de classificação de risco, a remuneração dos executivos e governança corporativa, além da autoridade de liquidação ordenada e risco sistêmico. Já a Emenda Collins e as leis relacionadas aos consultores de investimentos e fundos privados (*Investment advisers/Private Funds*) destacam-se por ter todas as suas regras já finalizadas em julho de 2014. As regras destinadas à proteção ao consumidor também apresentam um alto patamar de finalizações e um baixo patamar de atrasos, o que demonstra a preocupação com este tema que é considerado com um dos principais objetivos da Lei Dodd-Frank. Segundo Deos *et all* (2013), em janeiro de 2012, o *Consumer Financial Protection Bureau* foi criado e, com o intuito de dar mais transparência ao mercado de hipotecas, em julho do mesmo ano foi lançado pelo Comitê o programa intitulado por ‘*Know before you owe*’ (‘conheça antes de comprar’). Também, no início de 2012, o referido órgão criou o Programa de Supervisão de não-bancos

(programa que, aliás, não estava presente na versão final da Lei Dodd-Frank, mas que foi considerado pelos reguladores de extrema importância), que tinha o objetivo de aplicar exames individuais e de requisitar relatórios para avaliar a intensidade com que algumas instituições deveriam estar sujeitas a regulação. As principais instituições supervisionadas são as seguintes: companhias de hipoteca, *payday lenders* e firmas de empréstimos para educação. (VACCARE, 2012).

O último relatório analisando o progresso da Lei Dodd-Frank, publicado pelo escritório Davis Polk & Wardwell LLP, em dezembro de 2014, informa que das 398 regras da reforma 231 já foram finalizadas, o que significa que 58,04% do total das regras já foram implantadas. Das 167 regras restantes (41,9% do total da reforma), 104 estão atrasadas. Este número é menor do que o observado em julho de 2014 (em que 127 regras estavam atrasadas), que foi quando a reforma fez aniversário de quatro anos de assinatura da Lei, porém ele ainda é considerável, principalmente dado os atrasos ainda observados na regulamentação de derivativos (que já deveria estar com as suas 90 regras em vigor) e na reforma de hipotecas (que também já deveria apresentar todas as suas 49 regras em vigor). É importante, também, destacar que das 104 regras atrasadas 42 delas ainda não tiveram suas propostas apresentadas pelos competentes reguladores. A Figura 25 traz os dados atualizados em dezembro de 2014 do processo de implantação da reforma por temas selecionados.

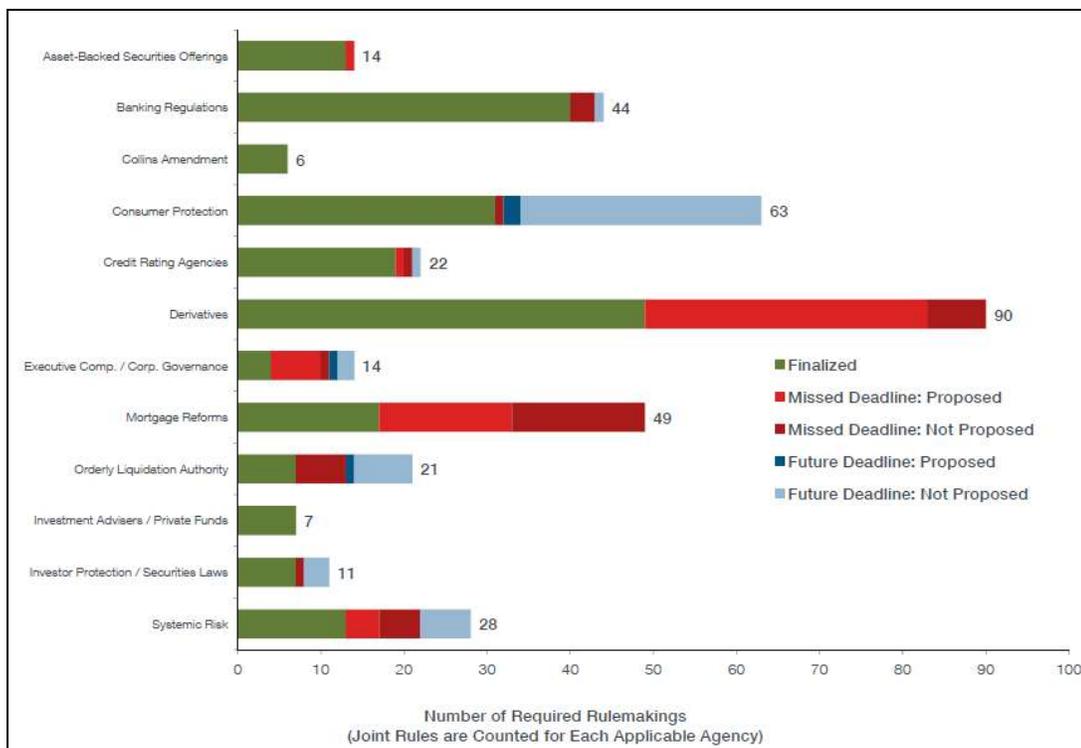


FIGURA 25 – Uma análise atualizada do processo de implementação da reforma por temas selecionados (em dezembro de 2014).

Fonte: DAVIS POLK; WARDWELL, 2014a, p. 8.

Comparando-se a Figura 24 com a Figura 25, percebe-se que, de julho de 2014 a dezembro desse mesmo ano, o progresso da reforma foi substancial no que se refere aos ABSs e às agências de classificação de risco. Estes dois temas, atualmente, apresentam a maior parte das suas regras já finalizadas e apenas um pequeno número de regras em atraso. Os demais temas praticamente não apresentaram variação em relação aos números observados em julho de 2014.

Desta forma, por meio de uma análise geral do processo de implementação da reforma financeira gerada pela Lei Dodd-Frank, verifica-se que parte considerável da reforma ainda está para ser implementada (pelos dados de dezembro de 2014 ainda faltam 167 regras serem implementadas, o que representa 41,9% do total da reforma). Isto em boa parte se deve ao total de regras em atraso (104 regras). Ou seja, do total de regras que falta para finalizar o processo de reforma, 62,3% delas já deveriam ter sido implantadas, o que demonstra certa ineficiência de determinadas agências reguladoras. É importante, também, salientar que das 167 regras restantes para complementar o processo de reforma, 94 delas ainda não tiveram suas respectivas propostas apresentadas pelos reguladores, o que significa que 24,16% do

total da reforma financeira ainda sequer está na fase de comentários públicos. Esta situação é ainda pior tendo-se em vista os atrasos verificados na regulamentação de derivativos e de reforma de hipotecas, que foram elementos centrais para a formação da crise do *subprime*. Ou seja, passado mais de quatro anos da assinatura da Lei Dodd-Frank pelo presidente Obama, apenas um pouco mais da metade da reforma foi implementada, enquanto o número de atrasos é altíssimo e, aproximadamente, um quarto das regras da reforma ainda não teve suas propostas sequer apresentadas para a apreciação pública. Portanto, o processo da reforma não apresenta uma boa evolução e a sua execução tem se mostrada falha em diversos aspectos. Isto tem feito com que alguns analistas fiquem ainda mais céticos com a Lei Dodd-Frank.

On its four year anniversary, the current legacy of Dodd-Frank is somewhere between a destructive bureaucratic hindrance undermining the foundations of America's financial institutions and a slow, but progressive, process of making these institutions stronger and more effective. Perhaps by the law's next birthday we will have a better idea about its effectiveness, or lack of it. (KOLLAR, 2014, p. 1).

6.5 UMA ANÁLISE CRÍTICA DA LEI DODD-FRANK A PARTIR DA CONCEPÇÃO TEÓRICA DO KEYNESIANISMO FINANCEIRO

A Lei Dodd-Frank foi criada pelo governo americano com o intuito de se evitar uma nova crise sistêmica e como resposta à crise atual. Ou seja, a Lei Dodd-Frank visa reduzir o grau de fragilidade do sistema financeiro americano. O Capítulo 4 evidenciou que o processo de desregulamentação financeira afetou qualitativamente o sistema financeiro americano, tornando-o mais frágil. Desta forma, qualquer reforma que visasse reduzir o grau de fragilidade do sistema financeiro dos EUA (e, assim, diminuir a possibilidade de outras crises financeiras) teria, necessariamente, que eliminar as consequências geradas pelo processo de desregulamentação financeira, principalmente freando o comportamento desregulado do *global shadow banking system*.

Nesta perspectiva, a reforma financeira promovida pela Lei Dodd-Frank apresenta regulamentos novos e importantes para ampliar a estabilidade do sistema financeiro americano, a partir das seguintes regulamentações:

Primeira: a ampliação da regulação e supervisão de produtos, serviços e instituições financeiras bancárias e não bancárias, principalmente às instituições consideradas sistemicamente importantes. Para tal, desde abril de 2012, o FSOC possui a autorização de determinar quais as instituições financeiras não bancárias podem ser supervisionadas pelo Fed, o que abrange os fundos de *hedge*. Após esta classificação, as instituições sistemicamente importantes ficam sujeitas a regulamentos adicionais como capital regulatório, taxas de alavancagem etc. O FSOC também terá o papel de desenvolver ferramentas macroprudenciais para conter o risco sistêmico.

Segunda: a criação da autoridade de liquidação ordenada, que tem o objetivo de lidar com as instituições consideradas ‘grandes demais para falir’ e para evitar o uso dos recursos dos contribuintes para resgatar as instituições insolventes. Esta entidade teve parte da sua regulamentação já posta em vigor em abril de 2012.

Terceira: a criação dos planos de resolução (*living wills*), que tiveram o seu regulamento finalizado e formalizado pelo FDIC, em setembro de 2011. A criação destes planos contribuirá para lidar com as instituições ‘grandes demais para falir’.

Quarta: a criação de medidas para dar mais transparência ao mercado de balcão, tal como a criação das câmaras de compensação para este mercado, algo que já está em operação.

Quinta: o estabelecimento de critérios para controlar internamente as agências de classificação de risco de forma que sejam evitados conflitos de interesse e desvios de seus objetivos.

Sexta: o claro objetivo de defender o consumidor de práticas financeiras abusivas, além de realizar programas de educação financeira. Para tal, o *Consumer Financial Protection Bureau* foi criado e já tem programas em funcionamento, tal como o ‘*Know before you owe*’.

Sétima: a ampliação das responsabilidades regulatórias do Fed que passa a ter mais poderes de regulação e supervisão financeira.

Entretanto, a Lei Dodd-Frank tem sido alvo de diversas críticas por um amplo público, que engloba acadêmicos, instituições financeiras e a imprensa especializada. Dentre os acadêmicos destacam-se, principalmente, os autores de viés heterodoxo. Um dos autores é

Kregel. Segundo ele (2012, p. 49), “a abordagem atual da regulamentação consagrada na legislação Dodd-Frank continua sendo baseada no arcabouço teórico do *mainstream*, que identifica estabilidade em mercados completos e sinergia na provisão e no *hedge* de serviços financeiros”. Para ele, a reforma foi formulada tendo como fundamento teórico a hipótese dos mercados eficientes (HME). Desta forma, ela “(...) continua apoiando a ideia de que os mercados proporcionam a revelação eficiente dos preços” (KREGEL, 2012, p. 51), servindo, com isto, não só para precificar os ativos financeiros como, também, as remunerações dos agentes financeiros.

Analisando-se as regulamentações envolvendo a remuneração dos executivos na Lei Dodd-Frank, verifica-se que elas são de certo modo tímidas. Estas regulamentações visam, principalmente, da mais transparência às estruturas de remuneração das instituições bancárias (que terão de divulgar o quociente entre a maior remuneração de executivos e a mediana de salários da instituição) e criar uma regra de devolução de compensação recebida por desempenho para os casos em que for comprovado que o pagamento foi indevido. É importante, também, salientar (ver Figura 25) que as regulamentações envolvendo a remuneração dos executivos estão ainda atrasadas.

Outro importante problema relacionado à Lei Dodd-Frank refere-se à sua efetiva implementação. É importante destacar que algumas das disposições mais importantes da Lei, por serem objeto de definição prática pelas instituições reguladoras, ainda dependem do esforço destas para serem transformadas em regras e procedimentos. E, tal como observado, o atual estágio de implementação da Lei Dodd-Frank é considerado crítico por alguns analistas dado que, até dezembro de 2014, apenas um pouco mais da metade do total de regulamentações estava em vigor. Além disso, para o mesmo período, também foi verificado que 104 regras já estão atrasadas (o que representa 26,1% do total das regulamentações) e que 94 regras das 167 que faltam entrar em vigor ainda sequer tiveram suas propostas apresentadas pelos seus reguladores. Isto tem provocado certa indefinição a respeito da eficácia da reforma financeira. Assim, determinadas agências reguladoras (principalmente a SEC) estão sendo alvo de críticas, dada a ineficiência observada por elas para a criação das regras.

Um grave problema ainda foi verificado durante a implementação da reforma: a pressão exercida por instituições financeiras norte-americanas (principalmente, pelas instituições

bancárias) sobre senadores e congressistas, o que acabou enfraquecendo a Regra de Volcker e a Emenda Lincoln. Ou seja, o *lobby* das instituições financeiras norte-americanas impactou a reforma financeira originária, atenuando sua capacidade de alcançar uma maior estabilidade financeira. Em relação à regra de Volcker, o *lobby* evitou que ela restabelecesse a segmentação do sistema financeiro americano. Segundo dados do *OpenSecrets.org* divulgado pela CNN (2014), firmas financeiras, tais como a *Goldman Sachs* e a *JPMorgan*, gastaram em *lobby* no ano de 2013 algo em torno de US\$ 98 milhões. Para tentar resolver este problema, alguns autores defendem a necessidade da reforma ampliar a autonomia das agências reguladoras. Neste sentido, verifica-se que na formulação da Lei Dodd-Frank não houve um intenso combate dos interesses das grandes instituições financeiras, o que impediu que a referida Lei pudesse alterar significativamente o sentido da desregulamentação financeira e combatesse o poder das grandes *holdings* financeiras.

Utilizando-se da abordagem teórica do keynesianismo financeiro, outras importantes críticas microprudenciais podem ser realizadas sobre a Lei Dodd-Frank. São elas:

i) Crítica à forma que a Lei Dodd-Frank lida com o *shadow banking system* que, conforme discutido, modificou a arquitetura financeira dos EUA, tornando-a mais suscetível ao risco sistêmico. Entre os diversos Títulos da Lei não há nenhum que aborde este tema diretamente, mas apenas de forma indireta: o Título I ao permitir que o FSOC classifique determinadas instituições como sistemicamente importantes (o que inclui as instituições à ‘sombra’), as submete a uma regulação mais rígida; o Título IV exige o registro dos fundos de *hedge*; o Título IX cria mais transparência ao processo de securitização (que foi um instrumento amplamente utilizado por estas instituições); o Título VII regulamenta o principal mercado que operava nas ‘sombras’, que é o mercado de derivativos. Porém, segundo Richardson (2012), a análise e a posterior criação da regulação diretamente para o *shadow banking system* foi deixado para a formação de grupos e forças-tarefa que serão desenvolvidos dentro das diversas agências reguladoras.

Dada a completa incapacidade da Lei Dodd-Frank de lidar com o *shadow banking system*, as suas operações, para o período pós-crise de 2007/2008, voltaram a apresentar uma forte tendência de crescimento, tal como apresentado pelo capítulo 5. Esta tendência é retratada pela taxa de crescimento do *shadow banking system* nos últimos anos, seu crescimento em valores e em proporção do PIB.

Em relação à sua taxa de crescimento, houve um crescimento acelerado dos ativos MUNFI dos EUA para os anos de 2012 e 2013 e esta taxa ainda foi maior do que a da média do total dos países. Os ativos MUNFI cresceram 8,5% em 2012 (diante de um crescimento de 7,2% da média do total dos países) e 8,7% em 2013, com a média do total dos países sendo 7,1%. A relação entre os ativos dos intermediários financeiros não-bancários pelo PIB americano também se elevou de 2012 para 2013 (passando de 143,5% para 150,3%); e, para efeitos de comparação, esta relação foi maior do que a relação entre os ativos do sistema bancário pelo PIB americano, que foi de 120,5% no ano de 2013. Isto significa que os ativos MUNFI estavam em um patamar superior ao dos ativos do sistema bancário neste ano nos EUA. Em valores, observa-se que os ativos dos intermediários financeiros não-bancários saltaram de aproximadamente 22 trilhões de dólares em 2008 para o valor aproximado de 25 trilhões de dólares no ano de 2013, alcançando o patamar verificado no pré-crise financeira.

Desta forma, há um forte indício de que está havendo um aprofundamento das operações de desintermediação financeira nos EUA no período pós-crise de 2007/2008. Ou seja, as operações do *shadow banking system*, que apresentaram uma redução logo após o estouro da bolha do *subprime*, já retomaram a tendência de crescimento. Assim, os EUA não só estão longe de ter ‘desmontado’ com as operações do *shadow banking system*, como o tamanho do ‘problema’ já é o mesmo do que o período pré-crise.

ii) A forma como a Lei Dodd-Frank lida com a fraca qualidade dos empréstimos, especialmente com as hipotecas residências *subprime*, mesmo que este tenha sido o núcleo da atual crise financeira internacional. A Lei até cria medidas para tratar deste tema, tais como: a criação do *Consumer Financial Protection Bureau*, que lida diretamente com os produtos considerados enganosos e com as práticas predatórias de empréstimos; a imposição, através do Título XIV da Lei, de padrões mínimos de subscrição para hipotecas residenciais e com a criação de um tratamento preferencial para uma nova marca de hipotecas, as hipotecas residenciais qualificadas (*qualified residential mortgages*); a regulamentação para a securitização, que obriga as empresas que exercem a securitização a reter pelo menos 5% do risco de crédito, e; com a ampliação da regulamentação para lidar com as agências de classificação de risco de crédito, através do Título IX da Lei. Para tal, serão criadas regras para impedir os conflitos de interesse envolvendo as agências de classificação de risco e os emissores de ABS, além da criação de regras para ampliar a transparência com as notas dadas por estas agências. (RICHARDSON, 2012; ACHARYA *et all*, 2010).

Entretanto, a Lei não trata de um tema que é considerado como uma falha primária para a má qualidade dos empréstimos, que são garantias governamentais mal precificadas (*mispriced government guarantees*). Para Richardson (2012), a *mispriced government guarantees* foi responsável por gerar distorção de preços, além de um excessivo acúmulo de alavancagem e risco de crédito ao permitir que determinadas instituições (principalmente, os bancos com acesso a seguros do FDIC e as *government-sponsored enterprises*) financiassem suas atividades a taxas de juros abaixo das praticadas pelo mercado. Acharya *et al* (2012) ainda adiciona que estas garantias distorcidas por parte do governo ampliaram o risco moral e prejudicaram a disciplina do mercado. É importante notar que a Lei Dodd-Frank praticamente ignora a existência das *government-sponsored enterprises* (tais como a *Fannie Mae* e a *Freddie Mac*). Com isto diversos autores chamam a atenção para a necessidade de dismantelar as garantias governamentais distorcidas para que a reforma financeira possa lidar melhor com a qualidade dos empréstimos. Além disso, a criação de regras para as hipotecas é um dos temas com mais atraso no cronograma da aplicação da reforma financeira. É importante destacar que a crítica não se dá pela intervenção do governo nesse setor, mas sim pelo fato dessa intervenção ter gerado um comportamento inapropriado por parte das GSEs, algo que ficou claro com a crise do *subprime*. A intervenção do governo no setor financeiro é fundamental para os autores do Keynesianismo Financeiro para garantir uma maior estabilidade financeira.

iii) Outra importante crítica é apresentada por Acharya *et al* (2010). Para estes autores, o fato da Lei Dodd-Frank regulamentar as instituições financeiras pela sua forma (banco) ao invés da sua função criará um forte impedimento de abranger as instituições financeiras que possam vir a surgir no sistema financeiro americano.

iv) A forma de regulação das securitizações. A ampliação das operações de securitização – que permitiu a ampliação das operações financeiras desintermediadas e, com isto, o desenvolvimento do *global shadow banks system* – é identificada por diversos autores como um dos elementos que está na raiz da crise financeira. Entretanto, a Lei Dodd-Frank não estabeleceu regras extensas para este tipo de instrumento, limitando-se à exigência que originadores de títulos lastreados em *securities* e ofertantes de papéis securitizados passassem a manter em carteira 5% do total emitido, sendo proibida a possibilidade de fazer *hedge*. Com isto, uma das críticas a esta medida se dá pelo fato de que uma das grandes perdas sofridas pelas instituições envolvidas na securitização foi por elas terem mantido de forma voluntária

uma quantidade substancial de papéis lastreados em títulos *subprime* em seus ativos. Desta forma, esta regulamentação sobre as securitizações não demonstra ser eficaz para contornar todos os problemas que a inovação financeira provocou. Para Richardson (2012), este tipo de regulamentação também pode ‘empurrar’ as securitizações para as empresas maiores, que possuem melhor acesso ao financiamento.

v) A intenção de identificar, pelo Conselho de Supervisão da Estabilidade Financeira, instituições específicas como sendo sistemicamente importantes, com o intuito de obter uma maior segurança sistêmica. Para Minsky (*apud* KREGEL, 2011, p. 13), a explicação da criação endógena do risco sistêmico não remonta a instituições individuais, mas sim é “(...) resultado de como o sistema evolui ao longo do tempo e sua estrutura muda em resposta à regulação e inovação”. Desta forma, para se alcançar uma maior segurança sistêmica, o importante não é identificar instituições que sejam sistemicamente importantes, mas sim observar a acumulação endógena de estruturas financeiras que são frágeis, verificando o seu impacto efetivo sobre a estabilidade do sistema financeiro.

Além disso, a aplicação seletiva da regulação, uma vez que o seu principal foco são as ‘instituições financeiras sistemicamente importantes’, pode possibilitar uma nova arbitragem regulatória, em que a intermediação financeira passaria das instituições maiores e recém-reguladas para as instituições menores que não fossem reguladas. Isto pode provocar a formação de outros bancos paralelos à regulamentação, favorecendo a constituição do *shadow banking system*. Essas instituições financeiras menos reguladas também passariam a ter um papel cada vez maior para o sistema financeiro, o que significa que uma quebra nesse mercado geraria uma grande perturbação ao mercado financeiro, refletindo-se como uma possibilidade de risco sistêmico. (ROUBINI; MIHM, 2010). Outros problemas envolvendo este tipo de regulamentação ainda são observados por outros autores. Para Kregel (2012, p. 53), este tipo de classificação poder até ampliar o risco moral por “(...) reforçar a percepção já existente de que estas instituições são, na realidade, *too big to fail* e induzir a assunção excessiva de risco por parte destas ou de seus credores”. Já para Acharya *et all* (2010), as empresas classificadas como sistemicamente importantes são cobradas pela regulamentação apenas para suportar as suas próprias perdas, mas não pelos custos que elas geram sobre as outras instituições no sistema financeira.

vi) A exigência da elaboração de planos de encerramento ordenado de atividade e a criação de uma autoridade de liquidação ordenada são medidas consideradas insuficientes para se lidar com as instituições consideradas ‘grandes demais para falir’. Alguns autores continuam defendendo que os efeitos do colapso de alguma grande instituição financeira continuariam sendo imprevisíveis, podendo causar pânico, mesmo com as medidas de falência sem assistência pública. Dentro de uma perspectiva *minskyana*, instituições financeiras de pequeno porte também ajudariam a combater a concentração do poder econômico nos setores financeiros e não financeiros. Com isto, Minsky “(...) teria, portanto, estado menos disposto a enfatizar uma OLA e planos de resolução e mais a favor da dissolução das grandes *holding* financeiras” (KREGEL, 2012, p. 64). Assim, seria necessária a criação de medidas que limitassem o tamanho desses conglomerados. Entretanto, durante o processo de concepção da Lei Dodd-Frank, tal como já abordado, foi adotado o argumento teórico de que as instituições financeiras grandes e integradas ajudariam no fornecimento de uma variedade de serviços financeiros, além de serem importantes por causa da competição nos mercados globais. “Na verdade, entre as técnicas de administração da crise financeira, foi elemento central o fomento à fusão entre instituições mais sólidas e mais fragilizadas para evitar falências” (ANBIMA, 2011, p. 32), o que ampliou ainda mais a concentração do mercado. Assim, a Lei não criou medidas para limitar e reverter o tamanho dos grandes conglomerados bancários multifuncionais.

vii) Uma das questões que, também, é alvo de críticas é a medida que visa restringir a ajuda de liquidez por parte do Fed a instituições individuais, algo que foi amplamente utilizado na crise de 2008. Segundo Minsky, a redução da proteção de liquidez não é o caminho correto para disciplinar o sistema financeiro, pois pode ampliar a sua instabilidade, tendo a capacidade de transformar uma crise de liquidez de uma determinada instituição em uma crise de insolvência no resto do sistema financeiro. Além disso, quando um órgão regulador age como um credor para as instituições financeiras, ele passa a ter um maior controle sobre os seus balanços e atividades. Goodhart (2010) ainda adiciona que a gestão de liquidez por parte do banco central é vista como essencial para se alcançar a estabilidade financeira, sendo vista também como o núcleo primordial da operação e razão de ser desta instituição.

viii) Outra medida também criticada é a Emenda Collins, que torna as especificações do Comitê de Basileia parte integrante da Lei Dodd-Frank, algo que implica a adoção de requerimentos de capital para as instituições financeiras americanas. A crítica se dá pelo fato

dos requerimentos de capital, ao invés de ter restringido a alavancagem dos bancos, pode ter os incentivado a moverem ativos e passivos para fora de seus balanços, o que expandiu as operações do *shadow banking system*. Para Goodhart (2004), quando é exigido um requerimento de capital nos períodos de baixa do ciclo, os bancos tendem a encolher sua carteira, o que leva à queda de seu preço, induzindo o sistema financeiro a uma instabilidade dinâmica. Assim, esse autor defende que o foco da regulação deve ser deslocado dos requerimentos de capitais para a razão de liquidez. A manutenção de ativos líquidos suficientes protege mais o sistema como um todo das flutuações dos preços dos ativos. Quanto mais ativos líquidos um banco tem, mais tempo ele pode sustentar as compensações adversas, ganhando fôlego perante uma crise financeira. Assim, é o ativo líquido, e não o capital, que sustenta as instituições nos períodos de crise.

ix) Outra crítica se dá pelo fato da Lei Dodd-Frank não tratar de um problema fundamental na estrutura regulatória dos EUA, que é uma confusa colcha de retalhos de regulação estadual e federal. A referida Lei propõe uma reorganização da regulação financeira ao incluir três novas agências reguladoras – que são: o *Financial Services Oversight Council* (conselho de supervisão de serviços financeiros), órgão que atuaria como um super-regulador tendo como funções coordenar a regulação entre as agências, eliminar brechas e identificar instituições que apresentam um risco sistêmico para o sistema financeiro; um *National Bank Supervisor*, que supervisionaria todos os bancos; e um *Office of National Insurance* (agência nacional de seguros), que teria a função de regular as instituições seguradoras – ao consolidar outras agências reguladoras (como o Fed, que terá os seus poderes de regulador e supervisor ampliados) e por eliminar a *Office of Thrift Supervision* (OTS). Com isto, a Lei Dodd-Frank agiria no sentido de aumentar o número de reguladores, o que prejudica ainda mais a estrutura regulatória dos EUA por ampliar a denominada ‘colcha de retalhos’, que se refere ao fato da estrutura regulatória ser extremamente pulverizada. (ROUBINI; MIHM, 2010). Essa pulverização da estrutura regulatória americana é um dos elementos que contribuiu para a formação da arbitragem regulatória.

Portanto, baseando-se em todas estas críticas apresentadas, observa-se que a Lei Dodd-Frank não será capaz de eliminar as consequências geradas pelo processo de desregulamentação financeira, pois ela não combate a concentração do setor financeiro (as grandes instituições financeiras são até consideradas funcionais pela Lei Dodd-Frank), não elimina a arbitragem regulatória, não terá condições de lidar com as instituições financeiras que virem a surgir e

não elimina com o *global shadow banking system* por não modificar na essência a forma de atuação dos bancos universais e dos agentes que compõe o GSBS. Além disso, verifica-se que a Lei Dodd-Frank restringe-se aos aspectos microprudenciais. Enquanto a perspectiva do keynesianismo financeiro aponta que reformas microprudenciais são necessárias, mas não suficientes, para a estabilidade sistêmica. Só seriam suficientes quando integradas a um arcabouço macroprudencial capaz de coordená-las e normatizá-las de forma que a política monetária possa ter instrumentos para garantir o combate à inflação e deflação de preços de bens e de ativos. Com isto, a Lei Dodd-Frank, que traz importantes elementos que visam a melhoria do funcionamento do sistema financeiro dos EUA, aparentemente, não conseguirá reduzir o grau de fragilidade do sistema financeiro dos EUA a tal ponto de eliminar a possibilidade de novas crises financeiras.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

A condução da política de estabilidade financeira, que tinha como foco a regulação prudencial, aliada à condução da política monetária – em que o principal e quase único instrumento são as operações de mercado aberto – em contexto de desregulamentação financeira, foi incapaz de reduzir a fragilidade financeira nos EUA. Os bancos centrais, neste contexto, mostram-se despreparados institucionalmente e instrumentalmente para lidar com os ciclos de ativos em sua fase de expansão. Por meio da sua atuação – que tem praticamente apenas um objetivo, que é a estabilidade dos preços – eles acabam provocando uma reversão brusca das expectativas das instituições financeiras, inviabilizando, assim, as posições até então mantidas que só eram viáveis com os níveis anteriores de custo de liquidez.

A crise mostrou importantes lições e desafios para a condução das políticas de estabilidade financeira e monetária. Em relação à condução da regulação e supervisão financeira, há importantes desafios que precisam ser levados em consideração, tal como a distinção entre os problemas que constituem interdependências das finanças globalizadas daqueles relacionados às características intrínsecas aos diferentes sistemas financeiros nacionais.

Os problemas relacionados às interdependências das finanças globalizadas referem-se, essencialmente, aos bancos comerciais, de investimento e múltiplos, corretoras, fundos de investimentos e seguradoras globais que têm incidência sistêmica internacional, bem como suas instituições ‘sombra’, os mercados de derivativos e as agências de risco. O encaminhamento destas questões pressupõe a harmonização mundial de tratamento regulatório, tributário e contábil (balanço financeiro, principalmente, das grandes instituições financeiras). A regulação prudencial de problemas transnacionais por agentes nacionais, tal como vem sendo praticada, com concepções, leis e normas específicas continuará a dar origem a arbitragem regulatória e fiscal e a captura dos reguladores nacionais às suas instituições domésticas. Para resolver isto é essencial que os problemas de cooperação e de coordenação entre as grandes potências (principalmente, EUA, Japão e União Européia) sejam resolvidos.

Já os problemas relacionados às características intrínsecas aos diferentes sistemas financeiros nacionais referem-se a questões específicas de cada estrutura financeira, tal como a questão

dos lobbies político-financeiros, dos empresários, dos *think tanks* etc. Aqui uma regulação muito centrada nos aspectos microprudenciais seja regulando produtos, ou instituições, ou até mesmo objetivos, quaisquer que sejam as variáveis-alvos (coeficientes de capital, ativos específicos, etc), seja voltada para proteger acionistas ou consumidores e contribuintes, simplesmente desconsidera o risco sistêmico. Este é um domínio macroprudencial cujos bancos centrais não podem hoje exercer pois suas funções foram reduzidas à determinação da taxa de juros de curto prazo e a de ser prestador de última instância.

Em síntese, o que a crise de 2007/2008 nos mostrou é que para minimizar a possibilidade de que outras crises aconteçam novamente, as reformas deveriam mover-se em quatro dimensões: i) ampliando as funções dos bancos centrais, para que possam agir adequadamente durante as fases de expansão cíclica. Para tal, é importante que a política monetária também passe a objetivar a estabilidade de preços dos ativos; ii) regulação micro e macroprudencial; iii) supervisão efetiva do sistema financeiro com a centralização, nos bancos centrais, das funções de regulamentação de leis bancárias de forma a torná-los normatizador, regulador e supervisor das instituições financeiras exceto aquelas que transacionam em bolsas de mercadorias e futuros e bolsas de valores, que ficariam sob jurisdição de comissões de valores. Isto reforçaria a função do banco central de prestador de última instância e permitiria certa segmentação de mercado; iv) coordenação internacional dos bancos centrais e Tesouros nacionais para evitar arbitragem regulatória e fiscal/tributária. E, definitivamente, a Lei Dodd-Frank não abrange todas estas dimensões.

REFERÊNCIAS

ACHARYA, Viral V.; COOLEY, Thomas F.; RICHARDSON, Matthew; WALTER, Ingo. **Regulating Wall Street: The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance**. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc. 2010.

ANBIMA – ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. **Reforma financeira norte-americana: A Lei Dodd-Frank**. Rio de Janeiro, 2011.

ARIENTI, Patrícia F. F.; INÁCIO, Janypher M. Instabilidade, desregulamentação financeira e a crise do sistema financeiro atual. **Cadernos Cedec**, nº 90 (Edição especial Cedec/INCT-INEU), Nov. 2010.

BEAN, C., PAUSTIAN, M., PENALVER, A. e TAYLOR, T. (2010), Monetary Policy after the Fall, **Federal Reserve Bank of Kansas City Annual Conference**, Jackson Hole, September.

BERNANKE, Ben S.; GERTLER, Mark (2001). Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices? **The American Economic Review**, Vol. 91, No. 2, May.

BLANCHARD, O., DELL'ARICCIA, Mauro, P. (2010), Rethinking Macroeconomic Policy, **Journal of Money, Credit and Banking**, Supplement Vol. 42, N° 6, September: 199-215.

BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM. **The Discount Rate**. Disponível em: <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/discountrate.htm>. Acesso em: novembro de 2014.

BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM. **Regulatory Reform**. Disponível em: http://www.federalreserve.gov/newsevents/reform_discount_window.htm. Acesso em janeiro de 2015.

BOLLE, Monica B. **Reflexões Sobre as Propostas de Reforma Regulatória nos EUA**. 2009. Disponível em: <http://www.anbima.com.br/mostra.aspx/?id=1000000357>. Acesso em dezembro de 2014.

BRESSER-PEREIRA, Luiz C. A crise financeira global e depois: um novo capitalismo?. **Novos Estudos**, nº 86, março 2010.

CAGNIN, Rafael Fagundes. Inovações financeiras e institucionais do sistema de financiamento residencial americano. **Revista de Economia Política**, 29 (3), 2009.

CARNEIRO, Dionisio Dias; BOLLE, Monica B. (2009). As Propostas Americanas: O Blueprint de Paulson vs. O White Paper de Geithner, e-book: **A Reforma do Sistema Financeiro Americano**, Cap.8, Rio de Janeiro. Disponível em: www.iepecdg.com.br/Arquivos/regulacao/090905_regfin_cdg_completo.pdf.

CARVALHO, Fernando J. Cardim. Sobre a preferência pela liquidez dos bancos. In: DE PAULA, Luiz F.; OREIRO, José Luís. (Orgs.). **Sistema financeiro: uma análise do setor bancário brasileiro**. Rio de Janeiro: Campus/Elsevier, 2007.

CARVALHO, F. Cardim de; SOUZA F.E. Souza, J. Sicsú, L.F. de Paula e R. Studart, **Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política**, Rio de Janeiro: Campus, 2007a.

CARVALHO, F. Cardim de. “Entendendo a recente crise financeira global”. In: **Associação Brasileira Keynesiana**. Dossiê da crise. Rio Grande do Sul, PP. 23-29. 2008.

CASTRO, Lavínia B. Financiamento e crescimento econômico: uma visão geral da literatura e posicionamento no debate. **REVISTA DO BNDES**, Rio de Janeiro, V. 14, N. 29, P. 277-308, JUN. 2008.

CINTRA, Marcos Antonio Macedo. **As Transformações na Estrutura do Sistema Financeiro dos Estados Unidos: a Montagem de um Novo Regime Monetário-financeiro (1980-1995)**. Tese (Doutorado) – Campinas, São Paulo: Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia, 1997.

CINTRA, Marcos Antonio Macedo; FREITAS, Maria Cristina Penido de. As megainstituições e a instabilidade financeira: os desafios para a regulamentação prudencial. **Revista de Economia Política**, vol. 20, nº 2 (78), abril-junho/2000.

CINTRA, Marcos Antonio Macedo; FREITAS, Maria Cristina Penido de. Inflação e deflação de ativos a partir do mercado imobiliário americano. **Revista de Economia Política**, vol. 28 (3), 2008.

CINTRA, M. A. M.; CAGNIN, R. F. A dinâmica do sistema financeiro imobiliário dos Estados Unidos. **Princípios**, São Paulo, v. 91, p. 40-46, 2007.

COLTON, K. W. Housing finance in the United States: the transformation of the U.S. housing finance system. **Joint Center for Housing Studies**, Harvard University. 2002. Disponível em <http://www.jchs.harvard.edu>.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **O mercado de valores mobiliários brasileiro**. 3. ed. Rio de Janeiro, 2014. 376p. : il.

CNN MONEY. **Wall Street reform law only half done**. New York, July 20, 2014. Disponível em: <http://money.cnn.com/2014/07/20/investing/dodd-frank-progress/>. Acesso em dezembro de 2014.

DAVIS POLK; WARDWELL. One-Year Progress Report. **Davis Polk Webcast Series – Dodd-Frank: One Year Later.** Disponível em: <
http://net.davispolk.com/doddfrank/07_22_11_Dodd%20Frank.wmv >, julho de 2011.

DAVIS POLK; WARDWELL. **Dodd-Frank Two-Year Anniversary Progress Report.** Dodd-Frank Rulemaking Progress Report. Disponível em: <
file:///C:/Users/arthur/Downloads/July2012_Dodd.Frank.Progress.Report.pdf >, julho de 2012.

DAVIS POLK; WARDWELL. **Dodd-Frank Progress Report.** Disponível em:
file:///C:/Users/arthur/Downloads/Jul2013_Dodd.Frank.Progress.Report.pdf, julho de 2013.

DAVIS POLK; WARDWELL. Four-year anniversary report. **Dodd-Frank Progress Report.** Disponível em:
file:///C:/Users/arthur/Downloads/July2014_Dodd.Frank_Progress.Report_0.PDF>, julho de 2014.

DAVIS POLK; WARDWELL. **Dodd-Frank Progress Report.** Disponível em:
[file:///C:/Users/arthur/Downloads/December2014_Dodd.Frank_Progress.Report%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/arthur/Downloads/December2014_Dodd.Frank_Progress.Report%20(1).pdf), dezembro de 2014a.

DEOS, Simone Silva. A regulação do sistema financeiro após a crise. In: CINTRA, M.A.M.; GOMES, K. da R. (orgs). **As transformações no sistema financeiro internacional.** Brasília: IPEA, 2012.

DEOS, Simone Silva; MENDONÇA, Ana Rosa Ribeiro; MATTOS, O. M. B. Tendências dos sistemas financeiros após a crise e possibilidades de política financeira para a economia brasileira. In: Centro de Gestão e Estudos Estratégicos. (Org.). **Dimensões Estratégicas do Desenvolvimento Brasileiro:** as mudanças mundiais em curso e seus impactos sobre as perspectivas de desenvolvimento do Brasil. 1ed. Brasília: Centro de Gestão e Estudos Estratégicos, 2013, v. V.1, p. 27-70.

DE PAULA, L. F. R.; ALVES JR., A. J. Comportamento dos bancos, percepção de risco e margem de segurança no ciclo minskiano. **Análise Econômica**, v. 21, n. 39, p. 135-162, março 2003.

EICHENGREEN, Barry; EL-ERIAN; FRAGA, A.; ITO, A.; PISANY-FERRY, J.; PRASSAD, E.; RAJAN, R.; RAMOS, M.; REINHART, C.; REY, D.; ROGOFF, K.; SHIN, H.S.; VELASCO, A.; DI MAURO, B. W.; YU, Y. (2011), **Rethinking Central Banking**, The Committee on International and Policy Reform, Brookings Institutions, September, Washington.

FARHI, Marise. Derivativos Financeiros: *hedge*, especulação e arbitragem. **Economia e Sociedade**, Campinas, nº13, pg: 93-114, dez. 1999.

FARHI, Maryse. Crise Financeira e reformas da supervisão e regulação. **Texto para Discussão 1581**, IPEA, Brasília, 2011.

FARHI, Maryse; CINTRA, Marcos Antonio Macedo. “A crise financeira e o global shadow banking system”. **Novos Estudos Cebrap**, 2008, nº 82, pp. 25-55, p. 36.

FARHI, Maryse; PRATES, Daniela M. O Shadow Banking System no ‘pós-crise’. In: **Sistema financeiro e política econômica em uma era de instabilidade**: tendências mundiais e perspectivas para a economia brasileira. André de Melo Modenesi (org) – Rio de Janeiro: Elsevier; São Paulo: Associação Keynesiana Brasileira, 2012.

FDIC, FEDERAL DEPOSIT INSURANCE CORPORATION (1997). **History of the Eighties**, Vol. 1. FDIC Web site: www.fdic.gov/bank/historical.

FEDERAL RESERVE. Disponível em: <http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data.htm>
Acesso em: outubro de 2014.

FERRARI FILHO, F.; CONCEIÇÃO, Octavio Camargo; TERRA, Fábio. A hipótese de fragilidade financeira aplicada ao setor público: uma análise para a economia brasileira no período 2000-2007. XIV Encontro nacional de Economia Política, **Anais...**, 2009, São Paulo.

FINANCIAL STABILITY OVERSIGHT COMMISSION (FSOC). Macroeconomic Effects of Risk Retention Requirements. **Completed pursuant to Section 946 of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act**. Washington, D.C.: FSOC. Janeiro, 2011.

FIRSTDATA. **Summary of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act**. Agosto de 2010. Disponível em: http://c.yimcdn.com/sites/www.napcp.org/resource/resmgr/Resource_Center/FirstData_Summary_of_Wall_St.pdf. Acesso em julho de 2014.

FINANCIAL STABILITY BOARD (FSB). **Shadow Banking**: Strengthening Oversight and Regulation - Recommendations of the Financial Stability Board. 27, October 2011.

FINANCIAL STABILITY BOARD (FSB). **Global Shadow Banking Monitoring Report 2014**. 30, October 2014.

FUNDAP. **A crise do mercado das hipotecas subprime nos EUA**. Disponível em: <http://www.fundap.sp.gov.br/debatesfundap/pdf/conjuntura/A%20crise%20do%20mercado%20sub%20prime.pdf>. Acesso em maio de 2013.

FREITAS, Maria Cristina Penido de. Desafios da regulamentação ante a dinâmica concorrencial bancária: uma perspectiva pós-keynesiana. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 19, n. 2 (39), p. 233-255, ago. 2010.

FREITAS, Maria Cristina Penido de. A natureza particular da concorrência bancária e seus efeitos sobre a estabilidade financeira. *Economia e Sociedade*, Campinas, (8): 51-83, jun. 1997.

GAMEIRO, I.M., SOARES, C. e SOUZA, J. Política Monetária e Estabilidade Financeira: Um debate em Aberto, **Boletim Econômico**, Banco de Portugal, Primavera: 7-27, 2011.

GEIER, Ben. Four years on, Dodd-Frank is still unfinished. **Fortune**. Julho, 2014. Disponível em: <http://fortune.com/2014/07/21/four-years-on-dodd-frank-is-still-unfinished/> Acesso em novembro de 2014.

GEITHNER, Timothy; SUMMERS, Lawrence. **The Case for Financial Regulatory Reform**. The Washington Post. Junho, 2009. Disponível em: <http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2009/06/14/AR2009061402443.html>

GOLDFAJN, I.; PRADO, A. **A Atual Reforma Financeira Evitaria a Crise Passada?**. in: ebook: A Reforma do Sistema Financeiro Americano, Cap.16, Rio de Janeiro, 2009. Disponível em: www.iepecdg.com.br/Arquivos/regulacao/090905_regfin_cdg_completo.pdf.

GONTIJO, Cláudio. **Subprime**: os 100 dias que abalaram o capital financeiro mundial e os efeitos da crise sobre o Brasil. 176 p. Belo Horizonte: 2011.

GOODFRIEND, M. How the World Achieved Consensus on Monetary Policy, **NBER Working Paper N° 13.580**, November, Cambridge. 2007.

GOODHART, C. A. E. Some New Directions for Financial Stability?, CBE. **Bank for International Settlements**. Per Jacobsson Foundation. Zurich, Switzerland, 2004.

GOODHART, C. The Future of Central Bank, Financial Markets Group. **London School of Economics**. Special paper n. 162, setembro, 2005.

GOODHART, C. Lessons from the crisis for financial regulation, Financial Markets Group. **London School of Economics**. Review n. 78, julho, 2008.

GOODHART, C. The Regulatory Response to the Financial Crisis. Financial Markets Regulation in Europe, **Working Paper n. 2257**, Março, 2008a.

GOODHART, C. Lessons from the crisis for financial regulation: what we need and what we do not need, Financial Markets Group. **London School of Economics**. Review n. 77, janeiro, 2008b.

GOODHART, C. The Changing Role of Central Banks, Financial Markets Group, **London School of Economics**. BIS Working Paper n. 326, novembro, 2010.

GOODHART, C. What Should Central Banks Do? What Should Be Their Macroeconomic Objectives and Operations? **The Economic Journal**, Vol. 104, No. 427, November, 1994, pp. 1424-1436.

GOODHART, C. The Macro-Prudential Authority: powers, scope and accountability. **OECD Journal: Financial Market Trends**. Issue 2, Volume 2011, outubro de 2011.

GOODHART, C; SCHOENMAKER, DIRK. Should the Functions of Monetary Policy and Banking Supervision Be Separated? **Oxford Economic Papers**, New Series, Vol 47, N° 4, Oct 1995, 539-560.

HERMANN, Jennifer. A experiência argentina de liberalização financeira nos anos 1990: uma análise crítica. **Economia Aplicada**, São Paulo, v.5, n.2, p.281-313, abr./jun. 2001.

HERMANN, Jennifer. **Liberalização e crises financeiras**: o debate teórico e a experiência brasileira nos anos 1990. 2002. Tese (Doutorado) – Rio de Janeiro: IE-UFRJ, 2002.

HERMANN, Jennifer. Liberalização e Desenvolvimento Financeiro: lições da experiência brasileira no período 1990-2006. **Revista Economia e Sociedade**, vol. 19, n° 2 (39), ago. 2010, pp. 257-290.

HERMANN, Jennifer. O modelo de liberalização financeira dos anos 1990: ‘restatement ou auto-crítica? **Texto para Discussão**, UFRJ, 2002.

HERMANN, Jennifer. Da Liberalização à Crise Financeira Americana: a morte anunciada chega ao Paraíso In: **Associação Brasileira Keynesiana**. Dossiê da crise. Rio Grande do Sul, PP. 23-29. 2008.

HOLTZ-EAKIN, Douglas; GARIBAY, Marisol. **4 Years Later**: Broken Promises of the Dodd-Frank Act. Julho, 2014. Disponível em: <http://americanactionforum.org/insights/4-years-later-broken-promises-of-the-dodd-frank-act>. Acesso em novembro de 2014.

ICBA – INDEPENDENT COMMUNITY BANKERS OF AMERICA. **What’s in Dodd Frank??** — Title by Title Overview. Disponível em: http://c.ymcdn.com/sites/www.cbaofga.com/resource/resmgr/Legislative_2012/ICBA_Releases_Title-by-Title.pdf. Acesso em: dezembro de 2014.

INTEGRATED FINANCIAL ENGINEERING, INC. Evolution of the U.S. Housing Finance System – A historical survey and lessons for emerging mortgage markets. **U.S. Department of Housing and Urban Development Office of Policy Development and Research**, april-2006.

ISENBERG, D. Deregulation. In: ARESTIS, P. & SAWYER, M. **A Handbook of Alternative Monetary Economics**. Sl: Edward Elgar, 2006.

KAMINSKY, Graciela L.; REINHART, Carmen M. The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems, **American Economic Review**, Vol. 89 No. 3, June 1999, 473–500.

KRAINER, Robert E. Regulating Wall Street: The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance, A Review. **Journal of Financial Stability**, 8 (2), 121-133. abril- 2012.

KIFF, J; MILLS, P. **Money for nothing and checks for free**: recent development in U.S. subprime mortgage markets. Washington, DC: International Monetary Fund, jul. 2007. Disponível em: <http://www.imf.org/external/index.htm>. Acesso em: outubro de 2014.

KEYNES, J. M. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. São Paulo: Nova Cultura. 1996. (Os Economistas).

KREGEL, Jan. No Going Back: why we cannot restore Glass-Steagall's segregation of banking and finance. **Levy Economics Institute of Bard College**. No. 107, 2010.

KREGEL J. (Ed.) Minsky on the reregulation and restructuring of the financial system. Will Dodd-Frank prevent 'It' from happening again?, **Levy Institute of Bard College**, Annandale-on-Hudson (NY), 2011.

KREGEL, J. Regulação financeira nos Estados Unidos: Lei Dodd-Frank de reforma de Wall Street e proteção ao consumidor na perspectiva atual e histórica. In: CINTRA, M.A.M.; GOMES, K. da R. (orgs). **As transformações no sistema financeiro internacional**. Brasília: IPEA, 2012.

KOLLAR, James. **July**: The Four Year Anniversary of Dodd-Frank. In: Berkeley Law, University of California, July, 2014.

KRUGMAN, Paul. **A crise de 2008 e a economia da depressão**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

LEITE, Karla Vanessa BS; REIS, Marcos. O acordo de capitais de Basiléia III: Mais do mesmo?. **ANPEC**, 2011.

LICHA, Antonio L. **Notas de Aula** – Teoria da Política Monetária. Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, agosto, 2011.

LIMA, Maria Lucia Labate Mantovanini Padua. **Instabilidade e Criatividade nos Mercados Financeiros Internacionais**: condições de inserção dos países do grupo da América Latina. 1995. Tese (Doutorado) – Campinas: IE-Unicamp. 1995.

MACEDO E SILVA, Antonio C. **Macroeconomia sem Equilíbrio**. Petrópolis: Vozes, 1999.

MAHON, Joe. Financial Services Modernization Act of 1999, commonly called Gramm-Leach-Bliley. **Federal Reserve Bank of St. Louis**. Novembro, 2013. Disponível em: <http://www.federalreservehistory.org/Events/DetailView/53>

MAUES, Julia. Banking Act of 1933, commonly called Glass-Steagall. **Federal Reserve Bank of St. Louis**. Novembro, 2013. Disponível em: <http://www.federalreservehistory.org/Events/DetailView/25>.

MEDONÇA, Ana Rosa Ribeiro de. **Inovações Financeiras e o Papel da Autoridade Monetária**: um estudo a partir da economia americana. Dissertação (Mestrado) – Campinas, São Paulo: Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia, 1994.

MINSKY, Hyman, P. **Estabilizando uma economia instável**. Osasco, São Paulo: Novo Século Editora, 2009.

MINSKY, Hyman, P. **Stabilizing as unstable economy**. McGraw-Hill Companies. Versão eletrônica, 2008.

MINSKY, Hyman, P. **John Maynard Keynes**. Campinas, São Paulo: Editora da Unicamp, 2011.

MINSKY, Hyman, P. The Financial Instability Hypothesis, **Working Paper**, n. 74, p. 1-9, May 1992.

MINSKY, Hyman P. The Financial Instability Hypothesis: A Restatement. **Hyman P. Minsky Archive**. Paper 180, 1978. Disponível em: http://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/180

MINSKY, Hyman P. The Financial Instability Hypothesis: A Clarification. **Hyman P. Minsky Archive**. Paper 145, 1989. Disponível em: http://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/145

MINSKY, Hyman P. Integração financeira e política monetária. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, n° 3, dezembro, 1994.

MINSKY, Hyman P. Global Consequences of Financial Deregulation. **Hyman P. Minsky Archive**. Paper 378, 1986. Disponível em: http://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/378.

MINSKY, Hyman P. Reforming Banking in 1995: Repeal of the Glass Steagall Act, Some Basic Issues, 1995. **Hyman P. Minsky Archive**. Paper 59. Disponível em: http://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/59

MISHKIN, F.S. Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis, **NBER Working Papers N° 16755**, 2011. National Bureau of Economic Research, February.

NIER, Erlend Walter. Financial Stability Frameworks and the Role of Central Banks: Lessons from the Crisis. **IMF Working Paper**. WP/09/70. April 2009.

PANICO, Carlo; PINTO, Antonio; ANYUL, Martín P.; SUAREZ, Marta Vazquez. The evolution of financial regulation before and after the crisis. **Revista Econômica** - Niterói, v.15, n. 1, p. 9-40 junho 2013.

PAPADIMITRIOU, Dimitri B.; WRAY, L. Randall. O Livro Estabilizando uma Economia Instável, de Hyman P. Minsky: Duas Décadas Depois. In: **Estabilizando Uma Economia Instável**. Hyman P. Minsky, Novo Século Editora, São Paulo, 2009.

PERROTI, Enrico. The roots of shadow banking. Centre Economic Policy Research. **Policy insight** nº 69, dezembro de 2013. Disponível em: <http://www.voxeu.org/sites/default/files/file/PolicyInsight69.pdf>

PHILLIPS, Ronnie J. The Regulation and Supervision of Bank Holding Companies: An Historical Perspective. **Levy Economics Institute Of Bard College**. Working Paper No. 116. Maio 1994.

POSSAS, M. **A Dinâmica da Economia Capitalista**: uma abordagem teórica. S. Paulo: Brasiliense. 1987.

POSSAS, M. Para uma releitura teórica da Teoria Geral. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, 16(2), 1986.

POZSAR, Zoltan; ADRIAN, Tobias; ASHCRAFT, Adam; BOESKY, Hayley. “Shadow Banking”, **Federal Reserve Bank of New York**, Staff Report nº458, Julho de 2010.

PRADO, L. C. **A Economia Política da Grande Depressão da Década de 1930 nos EUA**: Visões da Crise e Política Econômica, Semelhanças e Diferenças com a Crise Atual, Rio de Janeiro, 2009, IE/UFRJ.

REINHART, Carmen M; ROGOFF, Kenneth S. Banking Crises: An Equal Opportunity Menace. **National Bureau of Economic Research**, Working Paper 14587. Dezembro 2008.

RICHARDSON, Matthew. Regulating Wall Street: The Dodd–Frank Act. **Economic Perspectives**, Vol. XXXVI, No. 3, 2012.

ROUBINI, Nouriel; MIHM, Stephen. **A economia das crises**: um curso-relâmpago sobre o futuro do sistema financeiro internacional. Rio de Janeiro: Intrínseca, 2010. 368p.

SADDI, J. A separação de funções dos bancos. **Valor Econômico**, Junho, 2010. Disponível em: <http://www.insper.edu.br/noticias/2010/06/23/separacao-de-funcoes-dos-bancos>.

SANCHES, Daniel. Shadow Banking and the Crisis of 2007-08. **Business Review**, nº 2, 2014. Disponível em: www.philadelphiafed.org

SCHINASI, G. J. Defining Financial Stability, **IMF Working Papers 04/187**, 2004.

SEQUETTO, Marina; BULLIO, Olívia. International Financial System Reforms: An Orthodox Agenda?. In: **V Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira (AKB)**, 2012, São Paulo.

SOBREIRA, Rogério; DA SILVA, Tarciso G. Basiléia III: longe de uma panacéia. In: **Sistema financeiro e política econômica em uma era de instabilidade: tendências mundiais e perspectivas para a economia brasileira**. André de Melo Modenesi (org) – Rio de Janeiro: Elsevier; São Paulo: Associação Keynesiana Brasileira, 2012.

SVENSSON, L.O. Inflation Targeting and Financial Stability, Annual Conference on “How has our View of Central Banking Changed with the Recent Financial Crises?”, **Central Bank of Turkey**, Izmir, October, 2010.

TEIXEIRA, Rodrigo Ramos. **Aspectos regulatórios pós-crise de 2008**. 2010. 106 pp. Dissertação (Mestrado) – Rio de Janeiro: IE-UFRJ, 2010.

THE ECONOMIST. **Fannie Mae and Freddie Mac - End of illusions**. Julho, 2008. Disponível em: <http://www.economist.com/node/11751139>. Acesso em: outubro de 2014.

TORRES F., Ernani T.; BORÇA JR., Gilberto R. As Origens e Desdobramentos da Crise do Subprime. In: **Ensaio sobre economia financeira**. Rio de Janeiro. PP. 287-318. 2009.

TORRES F., Ernani T.; BORÇA JR., Gilberto R. Analisando a Crise do *Subprime*. **REVISTA DO BNDES**, Rio de Janeiro, V. 15, N. 30, P. 129-159, DEZ. 2008

TORRES F., Ernani T.; BORÇA JR., Gilberto R. A crise do subprime ainda não acabou. *Visão do Desenvolvimento*, **BNDES**, n. 50, 2008a.

TORRES F., E. Entendendo a crise do subprime. *Visão do Desenvolvimento*, **BNDES**, n. 44, 2008.

TYMOIGNE, Éric. Securitization, Deregulation, Economic Stability, and Financial Crisis, Part II – Deregulation, the Financial Crisis, and Policy Implications. **Levy Economics Institute Of Bard College**. Working Paper No. 573.2. Agosto, 2009.

TYMOIGNE, Éric. Securitization, Deregulation, Economic Stability, and Financial Crisis, Part I - The Evolution of Securitization. **Levy Economics Institute Of Bard College**. Working Paper No. 573.2. Agosto, 2009a.

URPIA, Arthur G. B. da Cruz. **Um análise da oferta de crédito no Brasil diante da preferência pela liquidez dos grandes Bancos brasileiros (1997 – Junho/2008)**. 2010. 153 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Faculdade de Ciências Econômicas, UFBA, Salvador, 2010.

URPIA, Arthur. G. Bacelar. C., PEREIRA, E. J. A. L. Hipótese dos Mercados Eficientes vis-à-vis incerteza, convenção e especulação: por uma mudança de paradigma nos mercados financeiros. **Pesquisa em Debate**, São Paulo, v.22, p. 135-155, 2011.

_____, OMOTO, Katia H. Repensando a Política de Estabilidade Financeira e o Papel do Banco Central: Uma Análise Crítica das Novas Propostas dos Autores do Novo Consenso. In: **V Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira (AKB)**, 2012, São Paulo.

URPIA, Arthur G. B. da C. Urpia. A atual reforma financeira norte-americana à luz do keynesianismo financeiro: uma agenda de pesquisa. In: **VI Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira (AKB)**, 2013, Vitória/Espírito Santo.

USA DEPARTMENT OF THE TREASURY. **TARP Programs**. Disponível em: <http://www.treasury.gov/initiatives/financial-stability/TARP-Programs/Pages/default.aspx#>. Acesso em: outubro de 2014.

USA DEPARTMENT OF THE TREASURY. **Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure**, 2008. Disponível em: www.treas.gov/press/releases/reports/Blueprint.pdf.

USA DEPARTMENT OF THE TREASURY. **Financial Regulatory Reform – A New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation**, 2009. Disponível em: www.financialstability.gov/docs/regs/FinalReport_web.pdf.

USA – UNITED STATES OF AMERICA. **Dodd-Frank wall street reform and consumer protection act, public law 111-203-july 21, 2010**. Washington, 2010. Disponível em: <<http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-111publ203/content-detail.html>>.

VACCARE, Matheus Boonen. **A regulação do sistema financeiro dos Estados Unidos após a crise de 2007/2008**. 2012. 63 pp. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) – Instituto de Economia. Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2012.

WOLFSON, Martin H. Minsky's theory of financial crises in a global context. **Journal of economic issues**, vol. XXXVI, n. 2, June 2002.

WRAY, L. Randall; TYMOIGNE, Eric. Macroeconomics Meets Hyman P. Minsky: The Financial Theory of Investment. Working Paper No. 543. **The Levy Economics Institute**. September 2008.

WRAY, L. Randall. Financial Keynesianism and Market Instability. **Levy Economics Institute of Bard College**. Working Paper N° 653. Março, 2011.

APÊNDICE

APÊNDICE 1 – Evolução do Sistema Financeiro Habitacional dos EUA

	<i>Institutions</i>	<i>Products</i>	<i>Risk/Shocks</i>
"Era of Exploration" <i>Pre-1930s</i>	<ul style="list-style-type: none"> • "Terminating" Building Societies (since 1775) • "Permanent" Building Societies (1850s) • Mortgage companies (1870s) • Life insurance companies (active in the early 1900s) 	<ul style="list-style-type: none"> • Nonamortizing; variable rate, semiannual payment • 6- to 11-year loan term and 50 to 60% maximum LTV • MBBs by mortgage companies (1870s to 1890s) • Deposit/investment certificates (1890s) 	<ul style="list-style-type: none"> • Peer enforcement and deposit-based funding • Localized risk management (e.g., 50-mile radius rule) • Recession in 1890s led to demise of mortgage companies; agency problem in pooling • Significant growth in 1920s and stock market crash in 1929
"Era of Institutionalization" <i>1930s to 1960s</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Creation of HOLC and RFC to liquidate bad loans/banks (1933) • Creation of FHLBanks (1934) and Fannie Mae (1938) to increase liquidity • Creation of FHA, FDIC, FSLIC, and private mortgage insurance companies (1934) for credit enhancement • Privatization of Fannie Mae and creation of Ginnie Mae (1968) 	<ul style="list-style-type: none"> • Fully amortizing loans with leveled monthly payments • Fixed interest rate and longer than 20-year loan term • Maximum LTV up to 80% • Underwriting guidelines set by Fannie Mae (1954) 	<ul style="list-style-type: none"> • Great Depression (1930s) • National Housing Act (1934) and Housing Act (1949) • Regulation Q (1966) • Rising interest rates and inflation (1960s)
Era of Securitization <i>1970s to 1980s</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Creation of Freddie Mac (1970) • New investors into the market: mutual funds, pensions, foreign investors (1980s) • S&L Debacle (1980s) and creation of RTC (1989) 	<ul style="list-style-type: none"> • Introduction of ARMs (1981) • MBS issuance: first PC by Freddie Mac (1971), Ginnie Mae tandem plan (1974-76), first private MBS by Bank of America (1977) • First CMO issuance (1984) and a big increase in MBS issuance (1982-86) • Market for interest rate swaps (1980s) 	<ul style="list-style-type: none"> • First and second oil shocks (1970s) • Interest rate hike and mismatch of asset-liability duration of S&Ls (1980s); removal of interest rate ceilings (1980s) • Oil patch default ramp-up (1980s) • FIRREA (1989) and Basle I (1980s)
Era of Automation/Computerization <i>1990s to Current</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Creation of OFHEO (1992)—Minimum and Risk-Based Capital Rules for GSEs • HUD affordable housing goals for GSEs (1992) • Globalization of MBS markets (ongoing) 	<ul style="list-style-type: none"> • IT revolution—AUS, mortgage score, AVM (since mid-1990s) • Refi booms (mid-1990s to early 2000s) • HELOC, second mortgages, and other affordable products (1990s to current) 	<ul style="list-style-type: none"> • California default ramp-up (early to mid-1990s) • Expansion of credit derivatives markets (since mid-1990s) • House price index-based hedging market (currently under study)

Fonte: INTEGRATED FINANCIAL ENGINEERING, INC, 2006, p. 4

Nota: ARM = adjustable rate mortgage; AUS = automated underwriting system; AVM = automated valuation model; CMO = collateralized mortgage obligation; FDIC = Federal Deposit Insurance Corporation; FHA = Federal Housing Administration; FHLBanks = Federal Home Loan Banks; FIRREA = Financial Institutions Reform Recovery and Enforcement Act; FSLIC = Federal Savings and Loan Corporation; GSE = government-sponsored enterprise; HELOC = home equity line of credit; HOLC = Home Owners' Loan Corporation; HUD = U.S. Department of Housing and Urban Development; IT = information technology; LTV = loan-to-value ratio; MBB = mortgage-backed bond; MBS = mortgage-backed security; OFHEO = Office of Federal Housing Enterprise Oversight; PC = participation certificate; RFC = Reconstruction Finance Corporation; RTC = Resolution Trust Corporation; S&Ls = Savings and Loans.