

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS

**A REGULAÇÃO FINANCEIRA PÓS-CRISE DE 2008:
uma análise Minskyana**

AMADEU HENRIQUE OURIQUE DA SILVA

Orientador: Prof. Dr. Marcelo Milan

Porto Alegre

2020

AMADEU HENRIQUE OURIQUE DA SILVA

A REGULAÇÃO FINANCEIRA PÓS-CRISE DE 2008:
UMA ANÁLISE MINSKYANA

Trabalho de Conclusão de Curso
submetido ao curso de graduação em
Ciências Econômicas da Faculdade de
Ciências Econômicas da UFRGS como
requisito parcial para a obtenção do título
de Bacharel em Economia.

Porto Alegre

2020

CIP - Catalogação na Publicação

Silva, Amadeu Henrique Ourique
A regulação financeira pós-crise de 2008: uma
análise Minskyana / Amadeu Henrique Ourique Silva. --
2020.
79 f.
Orientador: Marcelo Milan.

Trabalho de conclusão de curso (Graduação) --
Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade
de Ciências Econômicas, Curso de Ciências Econômicas,
Porto Alegre, BR-RS, 2020.

1. Regulação financeira. 2. Hipótese de
Instabilidade Financeira. 3. Crises Financeiras. 4.
Mercados Eficientes. 5. Falhas de Mercado. I. Milan,
Marcelo, orient. II. Título.

AMADEU HENRIQUE OURIQUE DA SILVA

A REGULAÇÃO FINANCEIRA PÓS-CRISE DE 2008:
UMA ANÁLISE MINSKYANA

Trabalho de Conclusão de Curso
submetido ao curso de graduação em
Ciências Econômicas da Faculdade de
Ciências Econômicas da UFRGS como
requisito parcial para a obtenção do título
de Bacharel em Economia.

Aprovado em: _____ de _____ de 2020.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Marcelo Milan – Orientador

Prof. Dr. Octávio Augusto Camargo Conceição

Prof. Dr. Henrique Morrone

Porto Alegre

2020

AGRADECIMENTOS

Minha trajetória acadêmica não seria possível sem o apoio incondicional da minha família, em especial de meus pais, Marilene e Gilberto, que nunca mediram esforços para sustentar meus estudos. Agradeço também aos amigos, colegas e professores, que durante esses anos cruzaram meu caminho e fazem agora da vida uma aventura

Gostaria de agradecer à Universidade Federal do Rio Grande do Sul pelo ensino de qualidade e experiências incríveis proporcionadas.

Agradeço também à Liga de Mercado Financeiro da UFRGS (LMF), que realiza um trabalho voluntário ao aproximar a Universidade dessa área apaixonante. Foi um prazer fazer parte desse time e contribuir para a criação de um grupo que é referência em mercado financeiro no Sul do Brasil.

RESUMO

Este trabalho busca analisar, sob a ótica pós-keynesiana, a regulação financeira nos Estados Unidos pós-crise financeira do *subprime*. Para tanto, parte-se dos trabalhos de Hyman Philip Minsky, em especial sua Hipótese de Instabilidade Financeira (HIF). Em complemento, o trabalho traz uma retrospectiva histórica do cenário regulatório pós-Grande Depressão, em que o arcabouço regulatório criado trouxe certa estabilidade aos mercados e, posteriormente, permitiu o cenário propício para a crise financeira com processos de desregulamentações. Nesse sentido, o presente estudo classifica os fundamentos teóricos das medidas regulatórias do século XX e suas influências. Através da metodologia utilizada, de revisão bibliográfica, explora-se diversos autores que convergem com a escola pós-keynesiana, trazendo reflexões importantes em relação aos desafios ainda existentes nas políticas de regulação financeira impostas após a crise financeira de 2007-2008.

Palavras-chave: Regulação financeira. Hipótese de Instabilidade Financeira. Crise financeira. Mercados Eficientes. Falhas de mercado.

ABSTRACT

This paper seeks to analyze the financial regulation in the United States after the subprime financial crisis, from a post-Keynesian perspective, based on the work of Hyman Philip Minsky, especially his Financial Instability Hypothesis (FIH). In addition, the work brings a historical retrospective of the post-Great Depression regulatory scenario, where the regulatory framework created brought certain stability to the markets and, subsequently, allowed a favorable scenario for the financial crisis with deregulation processes. In this sense, the work classifies the theoretical foundations of 20th century regulatory measures and their influences. Through the methodology used of bibliographic review, several authors who converge with the post-Keynesian school are investigated and bring important reflections about the challenges still existing in the financial regulation policies imposed after the financial crisis of 2007-2008.

Keywords: Financial regulation. Financial Instability Hypothesis. Financial crisis. Efficient Markets. Market failures.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Principais leis aprovadas sobre regulamentação financeira.....	26
Tabela 2 – Principais leis aprovadas sobre desregulamentação financeira.....	33

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	11
2 REGULAÇÃO FINANCEIRA NORTE-AMERICANA: DEFINIÇÕES E EVOLUÇÃO HISTÓRICA	14
2.1 TIPOS DE REGULAÇÃO E SEUS OBJETIVOS.....	14
2.1.1 Regulação de condutas.....	16
2.1.2 Regulação prudencial.....	16
2.1.3 Regulação sistêmica.....	18
2.2 BREVE HISTÓRICO DA EVOLUÇÃO DA REGULAÇÃO FINANCEIRA NORTE-AMERICANA.....	18
2.2.1 Leis e instituições: o começo da regulação financeira.....	19
2.2.2 Movimentos de desregulamentação financeira.....	27
2.3 CONSIDERAÇÕES PRELIMINARES.....	33
3 REGULAÇÃO FINANCEIRA: ASPECTOS TEÓRICOS	35
3.1 AS TEORIAS NEOCLÁSSICAS DA NÃO REGULAÇÃO E DA REGULAÇÃO FINANCEIRA MODERADA.....	35
3.1.1 A Hipótese dos Mercados Eficientes e a autorregulação.....	36
3.1.2 Falhas de mercado e a necessidade de regulação financeira.....	42
3.2 PARA ALÉM DAS FALHAS DE MERCADO: A TEORIA PÓS-KEYNESIANA DAS FINANÇAS.....	46
3.2.1 Minsky, a Hipótese de Instabilidade Financeira (HIF) e a fragilidade sistêmica.....	47
3.2.2 <i>Big Government</i> e <i>Big Bank</i>	53
3.2.3 A regulação e supervisão Minskyana.....	54
3.3 CONSIDERAÇÕES PRELIMINARES.....	57
4 CRISES FINANCEIRAS, A ANÁLISE MINSKYANA E A NECESSIDADE DE UM NOVO PARADIGMA REGULATÓRIO	59
4.1 PODE A HIF MINSKYANA EMBASAR A REGULAÇÃO FINANCEIRA?.....	59
4.2 REAÇÕES À CRISE: <i>DODD-FRANK ACT</i> , RESGATES E FALHAS DE MERCADO.....	60
4.2.1 Principais medidas da <i>Dodd-Frank Act</i> (2010).....	60
4.2.2 Os resgates de 2008, o <i>too big to fail</i> e a atuação do FED.....	63

4.2.3 Medidas pós-crise e falhas de mercado.....	64
4.3 ANÁLISES DAS MEDIDAS PÓS-CRISE COM BASE NA ABORDAGEM MINSKYANA.....	66
4.3.1 Regulação macroprudencial dinâmica.....	67
4.3.2 Regulação de instrumentos financeiros.....	68
4.3.3 Concentração bancária.....	69
4.3.4 Atuação do <i>Big Government</i> e do <i>Big Bank</i>.....	70
4.4 CONSIDERAÇÕES PRELIMINARES.....	72
5 CONCLUSÃO.....	73
REFERÊNCIAS.....	75

1 INTRODUÇÃO

A crise financeira, ou do *subprime*, de 2007/2008, que levou à falência muitos bancos e outras instituições financeiras, tornou evidente que a falta de política regulatória das empresas do setor financeiro dos Estados Unidos falhou e, portanto, deveria ser revisada. Essa não foi a primeira crise a ocorrer depois das desregulações dos anos 1980 e 1990. Contudo, considerando um período mais longo, cerca de outras cem crises bancárias ou financeiras foram catalogadas na história econômica (GOODHART et al., 2009). O panorama pré-crise do subprime, já bastante estudado, demonstra um relaxamento das autoridades regulatórias norte-americanas, sobretudo sob a presidência de Alan Greenspan no Federal Reserve, entre 1987 e 2006. Apesar do vasto histórico conhecido de fragilidade financeira, a regulação doméstica não foi prudente o suficiente para evitar o risco sistêmico.

No entanto, nem sempre foi assim. O sistema financeiro norte-americano já foi fortemente regulado. Pode-se começar a traçar a trajetória da regulação financeira norte-americana a partir da Grande Depressão, iniciada com a quebra da bolsa de Nova York em 1929. Após esse episódio, economistas e reguladores responsabilizaram a falta de controle sobre o sistema financeiro, que era defendida pela abordagem liberal, como o principal motivo da crise. Dessa maneira, teorias que possuíam uma premissa de maior necessidade de atuação do Estado na regulação do sistema financeiro ganharam força no pensamento econômico da época.

A partir da década de 1970 começou a ocorrer o processo de desregulação do sistema financeiro, nos EUA e no resto do mundo. Existe um elemento-chave, entre vários outros, para entender o que causou esse movimento: a desconsideração dos agentes econômicos que algo parecido com o que ocorreu na década de 1930 pudesse acontecer novamente na mesma magnitude, por se tratar de um evento raro. Os agentes financeiros, principalmente, sofrem de “retrospectiva míope”, um conceito importante para a obra do economista Hyman P. Minsky, explorada nesse trabalho.

Ainda nesse contexto, na década de 1980 foram introduzidos, de forma mais agressiva, dois instrumentos financeiros muito importantes e que aumentaram a lucratividade dos bancos: a securitização e os derivativos: a partir de então, a noção de que as próprias instituições financeiras deveriam ser responsáveis por se autorregular ganhou força. A regulação mais frouxa não acompanhou a maior

exposição a riscos que esses instrumentos propiciaram, nem conseguiu estimar o grande impacto que isso teria na economia em caso de deslocamentos financeiros.

Passado o auge da crise financeira de 2007-2008, evidenciou-se que o relaxamento das políticas regulatórias potencializou os efeitos negativos dessas políticas, e isso fez renascer, no debate econômico, as teorias baseadas na contribuição de Minsky. Para esse autor, a instabilidade financeira é inerente à dinâmica do capitalismo, sendo que a economia está sujeita a ciclos de otimismo e expansão por um lado, e pessimismo e recessão por outro. Portanto, a regulação possui papel anticíclico fundamental: ao reduzir as chances de uma crise financeira ocorrer, a economia, como um todo, estará menos exposta aos riscos.

Em termos teóricos, o trabalho de Minsky enquadra-se na escola pós-keynesiana, que é uma das escolas de pensamento heterodoxo. A escola foi fundada nas décadas de 1970 e 1980 por economistas que tinham como principal inspiração os ensinamentos de John Maynard Keynes e que discordavam das ideias elaboradas pela teoria neoclássica. Esse trabalho partirá, dessa forma, da premissa de que a contribuição heterodoxa deveria ser levada em consideração para a construção das políticas de regulação financeira.

Essa monografia não tem como objetivo recuperar detalhadamente os motivos da última grande crise, pois estes já foram exaustivamente expostos em diversos trabalhos nos últimos anos. O objetivo geral será entender as consequências da crise a partir da teoria pós-keynesiana para a prática da regulação financeira. Portanto, como questão central, esse trabalho pretende olhar, sob uma perspectiva pós-keynesiana, para o período entre os anos pós-crise e o momento atual e responder a seguinte pergunta: em que medida a crise estimulou reflexões e medidas sobre a regulação financeira?

Como objetivos específicos, em primeiro lugar, será discutida a evolução da regulação financeira; posteriormente, as teorias que defendem a desregulamentação, a regulação limitada e a regulamentação financeira. Por fim, avalia-se a regulação financeira pós-crise, investigando até que ponto a Hipótese de Instabilidade Financeira (HIF) de Minsky, sua teoria mais conhecida, é levada em consideração pelos legisladores, economistas e reguladores para a formulação de políticas regulatórias.

A metodologia aplicada será a de revisão bibliográfica, tendo a investigação como base as teorias heterodoxas, em especial as do economista Hyman Minsky,

além da recapitulação histórica necessária para inserir a discussão de regulação financeira no contexto econômico da última década.

O presente trabalho divide-se em três capítulos, além desta introdução e das considerações finais. O segundo capítulo apresentará um histórico da regulação financeira, introduzindo conceitos e sua evolução a fim de entender os modelos regulatórios do século passado. No capítulo 3 será explorada, primeiramente, a abordagem neoclássica e, em seguida, a visão pós-keynesiana acerca da regulação financeira, tendo como plano de fundo a obra de Minsky e autores que derivam da mesma escola de pensamento econômico, ou que partem da HIF para formular críticas e soluções acerca do tema. Com isso, será possível comparar os aspectos regulatórios da escola neoclássica com a Hipótese dos Mercados Eficientes e teoria das falhas de mercado, e da heterodoxa.

O capítulo 4 entrará no contexto atual, passada mais de uma década do auge da última crise financeira, a fim de responder à pergunta central do trabalho. Assim, pode-se concluir o trabalho apresentando em quais pontos a regulação financeira melhorou ou negligenciou a redução do risco de novas crises, isto é, em que medida a crise conduziu a uma resposta mais próxima à neoclássica ou à pós-keynesiana.

2 REGULAÇÃO FINANCEIRA NORTE-AMERICANA: DEFINIÇÕES E EVOLUÇÃO HISTÓRICA

Este capítulo conta com três seções. A primeira trata da conceituação do termo regulação, evidenciando, de forma sucinta, seus diferentes usos no campo financeiro. A seção seguinte recapitula a história da regulação financeira dos Estados Unidos, destacando as principais leis que moldaram as atividades das instituições financeiras em dois períodos distintos. Por fim, são apresentadas algumas considerações preliminares.

2.1 TIPOS DE REGULAÇÃO E SEUS OBJETIVOS

O tema da regulação financeira é complexo e exige uma análise conceitual, a começar pelo termo em si. Em economia, é usual utilizar “regulação” e “regulamentação” como palavras sinônimas. Todavia, enquanto a regulamentação é utilizada para designar a introdução de regras, o conceito de regulação vai além, representando as condições para o funcionamento da atividade econômica. Além de criar normas, a regulação estatal utiliza instrumentos como subsídios e incentivos através da política monetária, por exemplo¹ (MELO FILHO, 2018).

O sistema financeiro é um dos componentes mais complexos e que evolui mais rapidamente dentro das economias capitalistas. Muitas empresas avaliam a realização de projetos através do financiamento disponibilizado; as famílias utilizam o sistema de pagamentos diariamente, o que evolui a fim de facilitar transações e liquidações. O sistema financeiro também cria instrumentos para a diversificação do portfólio de investidores, cada vez mais de forma acessível. Ao mover os fundos de poupadores para o setor produtivo², o sistema financeiro possibilita a transferência de recursos através do tempo. Este é um setor altamente diversificável na medida em que atinge progressivamente pessoas e novos mercados; um exemplo atual disso é a introdução de *fintechs* no mercado de intermediação financeira. Entretanto, a

¹ Nesse trabalho, qualquer dos termos utilizados deverá ser interpretado no seu sentido mais amplo, de regulação, assim como o seu oposto, desregulação.

² De acordo com a teoria dos fundos emprestáveis, aceita pela corrente neoclássica, a taxa de juros é o preço que equaliza a oferta (poupança) e a demanda (investimento) de fundos dos poupadores disponíveis para empréstimo às unidades deficitárias, isto é, com poupança insuficiente para financiar seus planos de gastos.

necessidade de regulação não é questionada pela maioria dos economistas, tendo em vista que o sistema financeiro é marcado por falhas de mercado³ que justificam a interferência estatal. No terceiro capítulo deste estudo são discutidas as teorias que moldaram a regulação financeira em seus diferentes níveis no século XX.

Conforme Melo Filho (2018), entre os objetivos elencados pelo modelo da regulação, por objetivos de muitos órgãos formuladores da regulação financeira como mecanismo de correção de falhas de mercado, estão: estabilidade do sistema financeiro, solidez das instituições financeiras, promoção da concorrência, estabilidade monetária, supervisão da variação anormal dos preços de ativos negociados, entre outros. Melo Filho (2018) explica que existem dois modelos de regulação, o setorial e unificado:

O modelo de regulação setorial se refere às jurisdições que dividem os respectivos reguladores financeiros de acordo com os diferentes setores deste mercado, sendo o modelo mais comum o que estabelece reguladores distintos dos mercados bancário, securitário e de capitais – denominado de “regulação tripartite” [...] Já o modelo de regulação unificada estabelece uma única agência responsável pela regulação de todo o sistema financeiro (MELO FILHO, 2018, p. 20).

Para Llewellyn (1999), dois tipos genéricos de regulação financeira podem ser identificados: (i) regulação prudencial, a qual foca na solvência, segurança e solidez de instituições financeiras; e (ii) regulação na condução de negócios, ou de condutas, a qual interfere em como as instituições financeiras conduzem negócios com clientes. Geralmente, a doutrina baseada na economia do bem-estar identifica uma terceira categoria, a (iii) regulação sistêmica, que é atribuída comumente às falhas de mercado do setor bancário, em que a falência ou a crise em uma instituição específica afetaria outras instituições financeiras, como num efeito contágio. Ou seja, o custo social da falência dessas instituições supera os custos privados, uma vez que os custos sociais não entram nas decisões das firmas (externalidade negativa). Na visão de Llewellyn (1999), esse tipo de regulação pode ser inserido no conceito de regulação prudencial.

³ Segundo a visão convencional. Contudo, outras abordagens também fazem referência a essas falhas: para Oreiro (2002), a imperfeição de informações e a concorrência desestabilizadora no mercado financeiro são inerentes, gerando falhas de mercado, com externalidades criadas pela ocorrência das conseqüentes crises financeiras, investidores não informados, ineficiência dos mercados competitivos ou então um alto poder de mercado (monopólio/oligopólio) dos grandes bancos.

Apesar das três classificações preocuparem-se com as externalidades negativas provenientes de falhas das instituições financeiras, relacionando-se entre si, elas podem ter instrumentos regulatórios próprios.

2.1.1 Regulação de condutas

A regulação de condutas consiste em um conjunto de medidas que promove, principalmente, a proteção do consumidor, visto que, assumindo a perspectiva das falhas de mercado, a assimetria de informações entre as instituições financeiras e os clientes é clara no mercado financeiro (MELO FILHO, 2018). A oferta de produtos financeiros pode conduzir a um conjunto de atividades comerciais com alto conflito de interesses, o que prejudica os consumidores sem acesso às mesmas informações do outro lado do balcão. Geralmente, esse tipo de regulação de conduta negocial é conduzido pelas agências de proteção ao consumidor, que aplicam regras gerais na condução de negócios de natureza financeira a fim de evitar abusos. Existem também as normas de transparência, que procuram reduzir a assimetria de informações, como as regras de procedência – em caso de transação com partes relacionadas – e as regras para administração fiduciária de recursos de terceiros, por exemplo (LLEWELLYN, 1999).

Ao ofertar um título de valor mobiliário, os investidores deverão ter acesso às informações para avaliar as condições e os riscos inerentes a esse título; nesse contexto, a regulação de condutas está relacionada ao órgão regulador do mercado de capitais. A grande preocupação em relação aos depósitos bancários e apólices das seguradoras é a capacidade destas em honrar as obrigações firmadas com seus clientes. Se as instituições forem sistemicamente relevantes, colocando em risco outros agentes do mercado, seria um caso em que tanto a regulação de condutas quanto a prudencial atuariam de forma conjunta.

2.1.2 Regulação prudencial

A regulação prudencial visa a garantir a solidez das instituições financeiras cuja falência acarreta, dentro da economia do bem-estar, externalidades negativas para os agentes relacionados, contribuindo também para a proteção do investidor. Entretanto, a regulação prudencial não foca nas práticas comerciais das instituições, mas nas

próprias instituições. As obrigações visam a estabelecer condições relacionadas à liquidez e à solvência das instituições financeiras, de modo que seu risco de insolvência seja aliviado (FILHO MELO, 2018).

A natureza do negócio das firmas que compõem o mercado financeiro com seus balanços peculiares, diferentes de outras indústrias, evidencia a necessidade de um nível de regulação prudencial. Em relação aos bancos, estes operam com alto grau de alavancagem, pois, na visão dos fundos emprestáveis, utilizam os depósitos recebidos para realizar empréstimos sem conceder 100% dos valores depositados disponíveis para os clientes, caso todos resolvam sacar seus depósitos à vista, ao mesmo tempo. Na medida em que o banco pode não receber os valores emprestados no médio e no longo prazo, os clientes podem ter acesso aos seus depósitos no curto prazo ou no período que quiserem. Há um descasamento entre o ativo e o passivo dos bancos, visto que “A falência de bancos pode criar um grau de incerteza maior do que quando firmas de outros setores quebram” (LLEWYLAN, 1999, p. 18).

Seguindo essa lógica, tem-se as medidas comumente utilizadas pelos órgãos reguladores: regras de alavancagem (reserva mínima de capital próprio sobre o que pode ser emprestado para terceiros)⁴, regras de solvência (tipo de ativo e o risco que tais instituições podem incorporar em seus balanços, de modo a garantir uma liquidez mínima para essas instituições) e regras que impõe barreiras de entrada em mercados estabelecidos às instituições de fora.

A complexidade do sistema financeiro, com balanços mais interligados, estende o escopo da atuação da regulação prudencial dos bancos para o mercado de capitais, como o caso da indústria de fundos de investimento. Os riscos de alavancagem de fundos geram uma série de condutas a serem tomadas a fim de proteger os cotistas, a integridade dos mercados e a estabilidade financeira, sendo esta última a abordagem mais recente e discutida, visto que fundos relevantes, se alavancados, podem afetar contrapartes e outros participantes em momentos de estresse. Portanto, a regulação prudencial, nesse sentido, visa a estabelecer limites para o uso de derivativos, por exemplo (CVM, 2016).

⁴ O Acordo de Basileia I (1988) introduziu a recomendação da exigência mínima de capital para cobertura do risco de crédito, sendo aprimorado pelos Acordos de Basileia II (2004) e III (2010). Os requisitos de capital e os testes de estresse (*stress tests*) atribuem risco a cada ativo nos livros de um banco. Essas ponderações de risco determinam quanto capital uma instituição deve deter, o que influencia a maneira como o crédito é alocado. Disponível em: <https://www.americanbanker.com/opinion/with-stress-tests-less-is-more>. Acesso em: 12 jul. 2020.

2.1.3 Regulação sistêmica

A regulação sistêmica vem ao encontro do conceito de risco sistêmico, que afeta a economia de modo geral. A falência ou crise de grandes instituições financeiras não apenas afetam os agentes relacionados a ela, mas todo o sistema financeiro, deixando toda a economia exposta a crises, já que a elevada articulação entre as diferentes instituições financeiras que atuam no mercado transpõe seus nichos de atuação. Pelos exemplos dados anteriormente, a regulação prudencial parte da premissa de que o setor bancário e a indústria de fundos são altamente interligados, mas de forma independente do ponto de vista institucional. A regulação sistêmica considera uma configuração em que a relação entre bancos e outras firmas do mercado de capitais traz riscos mais acentuados, uma vez que há risco de contágio.

As falhas dos agentes contribuem para a percepção negativa da credibilidade e solidez do sistema financeiro como um todo, e por isso a regulação sistêmica vem ganhando cada vez mais relevância. A crise da Ásia, em 1997, e a última crise financeira global, de 2007-2008, expuseram essa concepção de risco sistêmico e efeito contágio, que consiste na propagação dos distúrbios no sistema financeiro de um país transbordar para outro, podendo ser observado por meio de movimentos bruscos nas taxas de câmbio, preços das ações, *spreads* soberanos e fluxos de capitais (DORNBUSCH; PARK; CLAESSENS, 2000). Visto que o efeito contágio não possui limitações geográficas, um exemplo disso foi a contração mundial do PIB e a queda das bolsas de valores mundo afora após a eclosão da crise do *subprime* de 2007-2008.

Dentre os instrumentos utilizados pela regulação sistêmica, pode-se destacar: estabelecimento de um fundo garantidor de depósitos (reduz o risco de corrida bancária), regras para intervenção e liquidação de instituições sistemicamente relevantes e determinação do Banco Central como prestador de última instância e provedor de liquidez para o sistema bancário.

2.2 BREVE HISTÓRICO DA EVOLUÇÃO DA REGULAÇÃO FINANCEIRA NORTE-AMERICANA

A história da regulação financeira dos Estados Unidos é longa, mas bem documentada, podendo ser rastreada até o início dos EUA como nação independente.

Nessa seção, divide-se a história da regulação em um período de criação de leis e instituições que formaram a estrutura regulatória, principalmente após a Grande Depressão de 1929, que funcionaram durante décadas. O outro período destaca os movimentos de desregulamentação financeira dos anos de 1980 e 1990, mudanças responsáveis pelos principais argumentos discutidos em outra seção sobre a crise de 2008. No final de cada segmento, é possível visualizar, nas tabelas, um resumo dos principais momentos de regulação e desregulamentação financeira norte-americana.

2.2.1 Leis e instituições: o começo da regulação financeira

Em 1791, o congresso norte-americano fundou o Primeiro Banco dos Estados Unidos para lidar com as necessidades de crédito e cunhagem da nação. Em 1816, o segundo banco foi criado, mas seu alvará expirou em 1836 devido a divergências políticas dos estados do Sul e do Oeste, que temiam pelos conglomerados financeiros e eram favoráveis à regulamentação da atividade financeira por meio das legislaturas estaduais. Essa oposição impediu o estabelecimento de um Banco Central, uma moeda fiduciária uniforme ou regulamentos nacionais equânimes para as instituições financeiras. A partir desse momento, os estados tinham maior autonomia regulatória, como, por exemplo, autorizar o *free banking*, em que qualquer pessoa que atendesse a alguns critérios específicos poderia abrir um banco. Em meados de 1830, existiam poucas barreiras para a criação de bancos, que emitiam suas próprias moedas negociadas a uma taxa de juros que refletia a reputação e o risco de inadimplência do banco: os governos estaduais deixaram toda regulação bancária praticamente às forças do mercado. Metade dos bancos fundados nessa época faliram num curto período, com as empresas financeiras da época tendo uma longevidade média de cinco anos. Foi a chamada Era do Banco Livre (KOMAI; RICHARDSON, 2014).

A Guerra Civil Americana, na segunda metade do século XIX, foi um período de reformas em relação ao funcionamento do sistema financeiro, já que com o afastamento dos políticos do Sul, que eram contra a regulação federal em seus estados, do Congresso, foram introduzidas novas normas que moldaram o cenário financeiro nas décadas seguintes. Em 1864, o congresso aprovou o *National Banking Act*, que estabeleceu um sistema de alvarás para bancos comerciais, sob a supervisão

do chamado *Office of the Comptroller of Currency* (OCC), que, no decorrer dos anos, criou um banco nacional de dados bancários, facilitando a regulação⁵.

O período entre o fim da Guerra Civil e a Primeira Guerra Mundial foi de frequentes pânico financeiros, principalmente bancários, “que ocorrem quando há um aumento na demanda por moeda relativa a depósitos que desencadeiam execuções bancárias e suspensões bancárias” (JALIL, 2015, p. 300). Após os temores mais significativos registrados em 1873, 1893 e 1907, tanto legisladores federais quanto estaduais debateram a reformulação da regulação financeira (KOMAI; RICHARDSON, 2014). Esse movimento levou, ainda no século XIX, ao *Bankruptcy Act* (1898), que estabeleceu procedimentos federais de liquidação, sob supervisão judicial, de empresas incapazes de pagar credores, mas deixou a liquidação de bancos comerciais nas mãos dos supervisores dos bancos estaduais e da OCC. Além disso, ficou claro que o sistema financeiro necessitava de uma autoridade dentro do contexto da época. Komai e Richardson (2014) caracterizam a criação e o início do sistema *Federal Reserve* da seguinte forma:

O *Federal Reserve Act* (1913) continuou o compromisso entre os defensores das leis locais e regulamentação nacional. A lei previa o estabelecimento de bancos da Reserva Federal, fornecimento de uma moeda elástica, meios de redescotar papéis comerciais (dívida corporativa) e uma supervisão mais eficaz do setor bancário nos Estados Unidos. O sistema consiste em 12 bancos distritais, cada um dos quais originalmente atuava como banco central de uma região do país. [...] Os bancos distritais do *Federal Reserve* possuíam autoridade para conduzir política monetária - incluindo empréstimos com desconto e operações de mercado aberto - a seu próprio critério [...] os bancos do *Federal Reserve* só podiam comprar o que agora é conhecido como papel comercial de curto prazo. [...] Os bancos distritais também supervisionaram os bancos comerciais que aderiram ao sistema. O *Federal Reserve Act* exigia que todos os bancos nacionais fossem associados ao sistema, colocando-os sob um sistema duplo (FED e OCC) de regulamentação. Os bancos estatais também poderiam entrar se cumprissem todos os regulamentos federais – como reservas requeridas e restrições a investimentos arriscados - que tendiam a ser mais rigoroso do que os impostos pelos estatutos do estado (KOMAI; RICHARDSON, 2014, p. 390).

Os legisladores estaduais continuavam sendo os grandes responsáveis pela maior parte da regulação financeira, não somente de instituições bancárias, mas também de seguradoras e cooperativas de crédito, por exemplo. Entidades privadas

⁵ Um ano antes, o *National Currency Act* (1863) estabeleceu uma moeda nacional impressa pelo Tesouro dos EUA que podia ser emitida por bancos comerciais em proporção de seu capital depositado junto ao Tesouro. Para desencorajar a circulação de moedas impressas de maneira privada, o governo poderia taxá-las, a fim de expulsá-las do mercado (KOMAI; RICHARDSON, 2014).

participavam igualmente do processo de regulação, como as *Clearing Houses* (equivalente às câmaras de liquidação e custódia de hoje), que exigiam transparência em relação aos balanços e riscos dos bancos que demandavam seus serviços. Nessa época, diversas bolsas de valores já operavam nos Estados Unidos; além das grandes agências de classificação de risco, o famoso trio de Wall Street, responsável pelo *rating* de milhares de títulos de valores mobiliários e empresas de todo o mundo até hoje⁶. Em 1922, a primeira lei sobre regulação direta do mercado de capitais norte-americano foi aprovada, a *Grain Futures Act*, que criou a *Grain Futures Administration* (GFA), com o objetivo de regular a negociação de alguns contratos futuros de commodities agrícolas.

O cenário regulatório era bastante primitivo para o que ainda estava por vir. Até então, o sistema bancário norte-americano era dual, em que bancos estaduais eram autorizados a operar e regulados em nível regional, enquanto bancos nacionais operavam sob a supervisão federal. Essa dualidade gerou uma competitividade feroz, ao ponto de ser aprovado o *McFadden Act* (1927), a legislação financeira mais importante da década de 1920. O objetivo da lei era “nivelar o cenário competitivo” (RAJAN; RAMCHARAN, 2012, p. 3) da época, ao conceder aos estados a autoridade para governar agências bancárias localizadas dentro de seu território, o que inclui agências de bancos nacionais localizados dentro das fronteiras estaduais. Segundo Lessambo (2019):

De 1863 a 1927, os bancos que operavam sob cartas corporativas concedidas pelo governo federal (conhecidas como bancos nacionais) tiveram que operar em um único edifício. Os bancos que operavam sob contratos corporativos concedidos pelos governos estaduais (chamados bancos estatais) poderiam, em alguns estados, operar fora de seu local original, com as chamadas agências. As leis relativas à ramificação variavam de estado para estado. A Lei McFadden permitiu que um banco nacional operasse com agências na extensão permitida pelos governos estaduais, nivelando o campo de jogo entre bancos comerciais que pertenciam ao *Federal Reserve System* e bancos comerciais que não permitiam investimentos mais arriscados e menos regulados, os quais teriam repercussões no crash de 1929, falências bancárias e depressão que se seguiram (LESSAMBO, 2019, p. 11).

Além disso, o *McFadden Act* renovou perpetuamente as cartas dos 12 (doze) bancos distritais do *Federal Reserve System*, seguindo o exemplo já citado, de quase

⁶ A agência *Standard & Poor's* foi fundada em 1860, a *Moody's Corporation* em 1909 e a *Fitch Ratings* em 1914, todas em Nova York.

um século antes, quando o Segundo Banco dos Estados Unidos não teve seu alvará renovado pelo congresso, gerando a Era do Banco Livre e de instabilidade financeira.

A Grande Depressão, iniciada com o *crash* da bolsa de valores de Nova York, em 1929, marcou um período em que diversos bancos faliram. Deixar o dinheiro depositado no banco não era garantia de recebimento no momento de um saque futuro, tamanha a instabilidade que o sistema financeiro apresentava na época. A desconfiança fez com que o presidente Franklin Roosevelt ordenasse que, durante uma semana inteira de março de 1933, todas as transações bancárias fossem suspensas, a fim de poupar o sistema financeiro de mais falências e restaurar a confiança⁷. A resposta para tal cenário foi a reformulação da regulação financeira, com a criação de diversas medidas e instituições regulatórias emergenciais que depois se tornariam leis. Além disso, houve uma renovação do papel das instituições, principalmente do *Federal Reserve*.

A criação da *Reconstruction Finance Corporation* em 1932 (RFC) visava à concessão de empréstimos garantidos pelo governo federal a diversas instituições financeiras e empresas solventes, mas ilíquidas. A corporação funcionava como um braço de empréstimos do *Federal Reserve*. Porém, a RFC teve um sucesso limitado, pois nem todas as companhias que receberam apoio sobreviveram à depressão (KOMAI; RICHARDSON, 2014).

O grande movimento regulatório durante a Grande Depressão iniciou com o *Banking Act* (1932), que evoluiu até chegar à lei mais reconhecida sobre regulação financeira, o *Glass-Steagall Act*, de 1933. Primeiramente, o começo da discussão, em 1932, trouxe algumas medidas a serem destacadas, como a expansão dos poderes de empréstimo diretamente pelo *Federal Reserve*, permitindo que suas filiais distritais emprestassem dinheiro aos bancos membros, tendo como contrapartida os ativos equivalentes aos aceitos pela RFC.

Além disso, os bancos distritais também receberam autoridade para usar títulos do governo como garantia das notas emitidas, além das garantias já utilizadas, como ouro e notas promissórias. Poucos dias após a aprovação do *Banking Act*, o *Federal Reserve* lançou um programa expansionista que era, naquela época, sem precedentes. O *Federal Reserve System* comprou quase US\$ 25 milhões em títulos do governo em cada semana de março de 1932 e quase US\$ 100 milhões por semana

⁷ *Federal Reserve History*. Disponível em: https://www.federalreservehistory.org/essays/bank_holiday_of_1933. Acesso em: 29 abr. 2020.

em abril. Em junho, o montante chegava a mais de US\$ 1 bilhão em títulos do governo. Essas compras compensavam os enormes fluxos de ouro para a Europa e a acumulação de moeda pelo público, de modo que no verão de 1932 cessou a deflação. Komai e Richardson (2014) esclarecem que os preços de mercadorias e valores mobiliários começaram a voltar aos níveis anteriores à depressão. A produção industrial começou a se recuperar e a economia parecia seguir na direção certa. No verão de 1932, no entanto, o *Federal Reserve* interrompeu suas políticas expansionistas e deixou de comprar quantidades substanciais de títulos do governo⁸.

Em 16 de junho de 1933, o *Glass-Steagall Act* (ou *Banking Act*, de 1933) tornou-se lei, nomeada segundo os políticos Carter Glass, no Senado, e Henry Steagall, na Câmara. O projeto final continha várias disposições que moldaram o cenário financeiro nos EUA durante as décadas seguintes, conforme explicam Komai e Richardson (2014):

Primeiramente, a lei estabeleceu em todo o país o seguro de depósito. Esta disposição criou a *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC) [...] Todos os bancos pertencentes ao *Federal Reserve* tiveram que aderir ao sistema de seguro de depósito. [...] Esta disposição, na verdade, induziu todos os bancos segurados pelo FDIC a ingressar no Sistema do Federal Reserve. Carter Glass - o proponente legislativo desta disposição - pretendia que isso acontecesse. Ele esperava induzir que todos os bancos estatais ingressassem no *Federal Reserve*, o que efetivamente encerraria o sistema bancário duplo (apud Flood, 1992, p. 70-71). Todos os bancos segurados poderiam receber cobranças, se o estoque da corporação se mostrasse insuficiente para cobrir os pagamentos de seguros necessários. O FDIC segurava todos os depósitos de até US\$ 10.000 e [...] 75% dos próximos US\$ 40.000 e 50% de qualquer depósito acima de US\$ 50.000. Segundo, o ato separou o banco comercial do banco de investimento. A lei exigia que os bancos comerciais vendessem suas afiliadas de valores mobiliários em um ano e restringia seus departamentos de títulos à compra e venda de valores mobiliários por ordem e por conta de clientes. A subscrição de títulos de investimento foi proibida. Diretórios interligados entre bancos comerciais e empresas de valores mobiliários também foram proibidos. As empresas envolvidas na venda de títulos eram proibidas de receber depósitos um ano após a promulgação da lei [...] O uso de crédito bancário para a compra de títulos e especulação nos mercados de títulos foi restrito. O *Federal Reserve* recebeu poderes para impedir que os bancos membros concedessem empréstimos para investimento em mercados de valores mobiliários (KOMAI; RICHARDSON, 2014, p. 395-396).

⁸ Em 1935, um novo *Banking Act* expandiu e centralizou o poder do *Federal Reserve* em relação ao controle da oferta de dinheiro e crédito sob determinação do *Board of Governors*, o conselho de governadores dos 12 bancos distritais. A partir de então, o *Federal Reserve* poderia descontar qualquer nota promissória, agrícola ou industrial para os bancos e comprar títulos emitidos pelo governo dos EUA. Também foi criado o *Federal Reserve Open Market Committee* (FOMC), responsável em estabelecer políticas relativas à compra de valores mobiliários no mercado aberto (KOMAI; RICHARDSON, 2014).

A lei *Glass-Steagall* modificou, de forma significativa, a estrutura regulatória do sistema financeiro dos Estados Unidos, restringindo atividades consideradas normais antes da Grande Depressão. Foi a crise que motivou legisladores e políticos a darem uma resposta à altura, evitando que uma maior instabilidade financeira no futuro gerasse novas falências. Dentro da literatura sobre regulação financeira, a *Glass-Steagall* destaca-se como um grande marco, sendo um exemplo histórico de como medidas estatais mitigaram o risco inerente do sistema financeiro, assunto abordado no terceiro capítulo. Komai e Richardson (2014) ainda complementam que:

[...] alguns desses regulamentos extras procuravam reduzir conflitos de interesse entre executivos e diretores. Por exemplo, a lei proibia executivos e diretores de bancos membros de tomar empréstimos de suas próprias instituições e exigia que relatassem todos os empréstimos de todas as outras organizações. A lei também proibiu que oficiais e diretores de bancos membros se associassem a empresas que emprestassem recursos para a custódia de ações e títulos. Oficiais e diretores de bancos segurados pelo governo federal também tiveram que estar em conformidade com essas regulações. Outras determinações procuraram alterar as condições que geraram falências bancárias, principalmente entre os pequenos bancos. Um exemplo é um aumento nos requisitos mínimos de capital. Outro exemplo foi a proibição de pagamentos de depósitos à vista, que os legisladores esperavam reduzir o custo dos recursos para bancos comerciais e incentivar os depositantes a depositar mais recursos em depósitos a prazo (ou seja, contas de poupança e certificados de depósito), fornecendo aos bancos comerciais uma fonte estável de recursos que estava menos sujeita a pânico e corrida bancária. Exemplos adicionais foram as restrições ao uso de crédito bancário para especulação, autorização de agências bancárias em todo o estado, supervisão federal de operações bancárias em grupo, modificação da responsabilidade dupla e maior autoridade para os legisladores bancários. Outra restrição foi a proibição de *Private Banking*. “Banqueiros privados” eram indivíduos (ou parcerias) que aceitavam depósitos à vista. O ato exigia que esses, depois de um ano, entregassem seus negócios de depósito ou sua negociação em títulos de investimento. Se eles decidissem conduzir um negócio de depósito, a lei exigia que eles fossem submetidos a avaliações periódicas pelo Controlador da Moeda (KOMAI; RICHARDSON, 2014, p. 396-397).

Além disso, a lei introduziu o que mais tarde ficou conhecido como Regulação Q (*Regulation Q*), que proibia o pagamento de juros em contas correntes e autorizava o *Federal Reserve* a estabelecer limites para os juros que poderiam ser pagos em outros tipos de depósitos. A avaliação era de que o pagamento de juros sobre depósitos à vista trazia uma concorrência bancária acima do normal, levando ao envolvimento em políticas de empréstimos e investimentos mais arriscados, para que pudessem obter renda suficiente para pagar os juros.

Ainda durante os anos de 1930, uma série de outras medidas moldou a regulação financeira nos EUA. Dentro do mercado de crédito imobiliário, foram

estabelecidas legislações separadas das demais. A intervenção do governo federal nos mercados hipotecários começou ainda em 1932, quando o Congresso aprovou a *Federal Home Loan Bank Act*. O ato criou o *Federal Home Loan Bank Board* (Conselho Federal Bancário de Empréstimos Residenciais) para supervisionar, inicialmente, 12 (doze) bancos apoiados pelo governo, com autoridade para comprar empréstimos hipotecários emitidos por construtoras e financeiras de poupança e empréstimos (*saving and loans – S&Ls*), repassando-os e incentivando a compra de imóveis. Em 1934, o Congresso aprovou a *National Housing Act*, que criou a *Federal Savings and Loan Insurance Corporation* (FSLIC), que segurava depósitos em poupança, empréstimos das *S&Ls* e regulava o setor. O congresso também aprovou a Lei Federal das Cooperativas de Crédito (*Federal Credit Union Act*), que estabeleceu o Escritório Federal das Cooperativas de Crédito (*Bureau of Federal Credit Unions – BFCU*) para garantir e regular as cooperativas de crédito pertencentes a membros proprietários.

Em relação ao mercado de capitais, Sherman (2009) sintetiza as principais medidas:

A *Securities Act* de 1933 exigia que as empresas registrassem a oferta inicial ou a venda subsequente de qualquer título com o governo, aumentando a divulgação e a transparência no mercado de títulos primários. Em 1934, a *Securities Exchange Act* estabeleceu a *Securities and Exchange Commission* (SEC) para regular a negociação secundária de valores mobiliários, regulando as bolsas de valores e impondo ações criminais e de fraude. As empresas foram obrigadas a enviar relatórios trimestrais e anuais à SEC. No mercado futuro, a *Commodity Exchange Act* de 1936 estabeleceu regras para as trocas de mercadorias e futuros. Revisões posteriores à lei em 1974 resultariam na criação da *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC) como um regulador federal do mercado. Tanto a SEC como a CFTC confiam, em certa medida, na auto regulação privada, especialmente na operação das próprias trocas (SHERMAN, 2009, p. 4).

A SEC detinha o poder de liderar investigações de fraudes no mercado de negociação de títulos e valores mobiliários, como, por exemplo, uma negociação com informação privilegiada (*inside trading*)⁹, venda de ações não registradas, desvios de recursos de cliente aplicados em fundos, manipulação de preços no mercado financeiro e divulgação de informações falsas.

⁹ Ato de negociar títulos e valores mobiliários com um agente que possui informações privilegiadas, visando ao lucro indevido. O *insider* pode ser o acionista controlador, um administrador da companhia de capital aberto ou um funcionário que tenha em mãos informações ainda não divulgadas.

As medidas adotadas durante a década de 1930 expuseram o tamanho do atraso regulatório no sistema financeiro norte-americano até então. Cada lei proposta e aprovada preenchia uma lacuna aberta, em que a Grande Depressão deixara evidente que a regulação deveria estar presente. Foi um período em que as taxas de desemprego bateram recordes e houve retrocessos na evolução da economia mundial. Entretanto, foi a crise que tornou necessário o início de um amplo debate sobre regulação, que trouxe resultados evidentes nas décadas seguintes: “Os mercados financeiros operaram calmamente entre os anos de 1940 e 1980” (KOMAI; RICHARDSON, 2014, p. 399), e esse sucesso pode ser possivelmente atribuído ao modo que a regulação foi proposta e operada, com um sistema fragmentado por atividade financeira. Agências federais separadas e focadas no seu campo facilitaram o trabalho e, durante essas quatro décadas, não houve mudanças significativas na regulação financeira. A Tabela 1, abaixo, sintetiza as principais medidas discutidas:

Tabela 1 – Principais leis aprovadas sobre regulamentação financeira.

Lei	Ano	Mercado regulado	Principais medidas
<i>Federal Reserve Act</i>	1913	Monetário	Criou o <i>Federal Reserve System</i> (FRS).
<i>Grain Futures Act</i>	1922	Capitais	Criou a GFA para inspecionar a negociação de contratos futuros de commodities agrícolas.
<i>McFadden Act</i>	1927	Monetário/Bancário	Renovou a autoridade do FED e terminou com o sistema bancário dual dos EUA.
<i>Banking Act</i>	1932	Monetário/Crédito	Estabeleceu a RFC; expansão monetária e maior poder ao FED.
<i>Federal Home Loan Bank Act</i>	1932	Crédito/Hipotecário	Criou a FHLBB para supervisionar o mercado hipotecário.
<i>Glass-Steagall Act</i>	1933	Monetário/Bancário	Criou a FDIC; proibiu a união da carteira de investimento e comercial de bancos; estabeleceu regras de governança, depósitos e operações bancárias (<i>Regulation Q</i>).
<i>Securities Act</i>	1933	Capitais	Exigia maior transparência em relação ao mercado de títulos primários.

Tabela 1 – Principais leis aprovadas sobre regulamentação financeira (continuação).

<i>Securities and Exchange Act</i>	1934	Capitais	Criou a SEC, responsável pela regulação do mercado secundário de títulos e valores mobiliários.
<i>National Housing Act</i>	1934	Crédito/Hipotecário	Criou a FSLIC para segurar empréstimos ao mercado imobiliário.
<i>Federal Credit Union Act</i>	1934	Crédito	Estabeleceu a BFCU para regular as cooperativas de crédito.
<i>Commodity Exchange Act</i>	1936	Capitais	Criou a CEC (CFTC em 1974), aprimorando a GFA.

Fonte: elaborada pelo autor (2020).

2.2.2 Movimentos de desregulamentação financeira

Os aspectos presentes na literatura sobre o que trouxe a desregulamentação financeira ocorrida nos anos de 1980 e 1990 variam entre os diferentes campos da análise econômica. As explicações podem partir da evolução tecnológica do setor bancário, nos anos de 1970, com a introdução de novos mercados de títulos e a securitização de recebíveis e derivativos, passando pelo debate econômico da época, que incentivava a busca por menor interferência estatal sob a ideia de livre mercado, chegando até a política monetária dos EUA durante os choques do petróleo dos anos de 1970. O fato é que não existe uma explicação única para a desregulamentação financeira, mas sim um conjunto de fatores. Calomires (2000) explica que mudanças econômicas não refletem nas mudanças regulatórias apenas em relação aos custos e benefícios agregados da regulação (eficiência), mas também na maneira como esses benefícios e custos foram distribuídos. As instituições financeiras dos Estados Unidos passaram a competir com o resto do mundo, inclusive com instituições de países com regulações mais brandas. O crescimento dos mercados de valores mobiliários e a crescente concorrência de fundos mútuos, fundos de pensão, mercado de notas promissórias e intermediários não bancários, como empresas financeiras e cooperativas de crédito, contribuíram para pressionar o aumento da eficiência dos bancos, agora inseridos em um contexto econômico mais globalizado. Atribui-se a esse motivo a política do FED, em pressionar o congresso a aliviar a regulação dos bancos durante os anos de 1980 e 1990. O primeiro aspecto a ser analisado no

contexto de desregulamentação bancária, segundo Sherman (2009), foi o questionamento das leis de usura¹⁰ em 1978, no estado de Dakota do Sul:

[...] quando a inflação aumentou nos anos 70, os limites estabelecidos pelas leis de usura tornaram-se uma restrição importante [...] O cenário nacional da regulação da usura mudou fundamentalmente com a Suprema Corte, na decisão no *Marquette National Bank vs. First of Omaha Service Corp.* Pela primeira vez, o Tribunal considerou a questão de qual lei de usura estatal se aplicava aos bancos com filiais nacionais além das fronteiras estaduais: o estado de origem do banco ou o estado de origem do mutuário? O Tribunal decidiu que o a lei do estado de origem do banco deveria ser aplicada, permitindo que os bancos nacionais exportem os juros máximos de um estado para suas operações em todo o país. Isso forneceu todo incentivo para empresas financeiras realocarem seus negócios para os estados com a regulação mais favorável ao setor. Por exemplo, o estado de Dakota do Sul considerou eliminar completamente a legislação do teto da usura, a fim de atrair as operações de cartão de crédito do Citibank. O acordo prometeu criar novos empregos na economia enfraquecida de Dakota do Sul e remover as restrições de juros para os bancos comerciais nacionais. [...] A onda competitiva de desregulamentação foi extremamente benéfica para a indústria de cartões. [...] os bancos com filiais nacionais poderiam agora realocar suas operações. A história dos limites máximos de usura demonstra como pequenas reformas podem acabar produzindo maiores transformações. As ações de alguns pequenos estados mudaram efetivamente a estrutura regulatória da nação inteira (SHERMAN, 2009, p. 5-6).

A inflação dos anos de 1970 fez com que investidores procurassem alternativas aos depósitos tradicionais e regulados, tornando a Regulação Q, originada na lei de 1933, o motivo para os depósitos renderem juros reais negativos. Corretoras de valores começaram a criar fundos de notas promissórias, dispensando a intermediação bancária e fornecendo um rendimento superior. Para nivelar a concorrência pela poupança das famílias, em 1980 foi sancionada a *Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act (DIDMCA)*, que permitia a eliminação gradual de limites máximos de juros a serem pagos pelos depósitos tradicionais. Em 1982 as associações de poupança e empréstimo (*saving and loans associations* – S&Ls), através da *Garn-St. Germain Act*, também puderam competir nesse mercado; essas instituições eram pequenas e trabalhavam especificamente com empréstimos hipotecários. Entretanto, após a aprovação dessa lei, elas entraram em territórios mais arriscados, com o descasamento de ativos e passivos e altas taxas de juros a serem honradas. A reforma tributária de Reagan, em 1986, desestimulou o investimento no mercado imobiliário, falindo diversas S&Ls. A FSLIC não tinha

¹⁰ Leis de usura eram utilizadas desde a era colonial dos EUA e os limites de cobrança eram modificados com frequência entre os diferentes estados (SHERMAN, 2009).

recursos suficientes para resgatar as S&Ls insolventes, apesar das tentativas¹¹. A *Financial Institutions Recovery and Enforcement Act* (FIRREA) aboliu o fundo FSLIC e transferiu seus ativos para o FDIC. O FHLBB foi abolido e uma nova instituição, o *Office of Thrift Supervision* (OTS), foi criado para regular a poupança e os empréstimos. A crise das S&Ls reduziu pela metade o número dessas instituições. Para Sherman (2009):

A crise das *saving and loans* dos anos 80 foi, sem dúvida, um fracasso das políticas públicas. A desregulamentação financeira transformou o caráter do setor econômico. As instituições entraram em mercados nos quais tinham pouca experiência e um setor vulnerável expandiu-se além do alcance de sua rede de segurança federal. As atividades de supervisão mostraram-se insuficientes e a intervenção precoce foi evitada em nome da tolerância regulatória (SHERMAN, 2009, p. 8).

No transcorrer do tempo, pode-se observar movimentos na direção contrária às regulações impostas nos anos de 1920 e 1930. Outro aspecto em relação aos bancos foi o questionamento de suas restrições estaduais, o que levou a uma maior concentração bancária. O *Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act* de 1994 previa regras uniformes de ramificação e aquisição bancária interestadual para todo o país. As *holdings* bancárias¹² já vinham no movimento de expansão interestadual, culminando nesse afrouxamento regulatório, em que a oposição de pequenos bancos e seguradoras não foi suficiente frente ao apoio do próprio presidente da época, Bill Clinton. Durante seu mandato, grandes desregulamentações financeiras foram adiante.

O setor bancário transformava-se cada vez mais, trazendo novos desafios regulatórios. Ainda nos anos de 1970, os departamentos de títulos dos bancos criaram a securitização de recebíveis. Desde então, a securitização é entendida como “uma forma de operação extrapatrimonial para transferir riscos financeiros (risco de crédito e risco de liquidez, principalmente) incorporada em reivindicações financeiras ilíquidas detidas por instituições financeiras” (TYMOIGNE, 2009, p. 3). Diversos fluxos de pagamentos poderiam ser “empacotados” e transformados em títulos, gerando novas fontes de lucros para instituições financeiras e mais opções para investidores, fundos de pensões e investimento no mercado. Portanto, a securitização pode ser

¹¹ FDIC. *The S&L Crisis: A Crono-Bibliography*. Disponível em: <https://www.fdic.gov/bank/historical/sandl/>. Acesso em: 10 mai. 2020.

¹² *Holdings* bancárias são corporações que detêm o controle acionário de um ou mais bancos, embora não ofereçam serviços bancários.

considerada um processo de desintermediação financeira pelo qual os vendedores dos títulos podem não ter o incentivo para verificar cuidadosamente a credibilidade dos tomadores de empréstimos ou responsáveis pelos pagamentos dos fluxos financeiros (TYMOIGNE, 2009). Quando algum mercado responsável pela criação de títulos satura, fica mais difícil fazer novos empréstimos sem alterar os critérios para seleção de tomadores e manter o mercado ativo e lucrativo. Esse ponto está no meio da discussão sobre a crise do *subprime* de 2007-2008, adicionado às avaliações irreais das agências de classificação de risco destes títulos, que mantiveram altas notas para papéis com alto risco de inadimplência imobiliária. Em conformidade com Tymoigne (2009), no caso específico da bolha imobiliária:

[...] uma vez que a lucratividade do originador depende de taxas induzidas pela securitização e manutenção de empréstimos (e não pelos pagamentos de juros pagos pelos mutuários), o remetente tem um incentivo para conceder o maior número possível de empréstimos para aumentar as atividades de securitização. Como consequência, o originador pode ter como objetivo atrair o maior número possível de novos mutuários e empurrar o maior número possível de mutuários existentes para refinanciamento. A principal maneira de fazer isso é reduzir o custo das hipotecas, anunciando empréstimos "de baixo custo" que parece atraente a princípio, mas pode ser altamente tóxico para os mutuários. [...] a chance de calote aumenta para qualquer nível de credibilidade. O aumento de hipotecas não tradicionais assumiu várias formas e foi grandemente ajudado pelo surgimento de programas de subscrição automatizados que julgavam "credibilidade" em minutos (TYMOIGNE, 2009, p. 18).

Além da securitização, os derivativos também passaram a compor as operações financeiras. Estes instrumentos derivam seu valor de um ativo de referência, como um contrato futuro de petróleo e opções de compra de uma determinada ação na bolsa de valores. Por um lado, servem para proteção contra a queda do preço de algum ativo e, por outro, para especulação ou arbitragem, com as mudanças nos valores dos ativos correspondentes. A indústria financeira desenvolveu diversos tipos de derivativos, muitas vezes não regulados. Um dos mais utilizados no período imediatamente anterior à crise de 2007-2008 foram os *credit default swaps*, que eram uma forma de seguro de títulos em que o emissor pagaria a perda no caso de inadimplência de um título. A maioria dos derivativos de crédito que começaram a ser negociados no mercado era do tipo de balcão (*Over the Counter – OTC*), em que os contratos eram negociados bilateralmente, sem intermediários formais entre as contrapartes; não há uma câmara de compensação, o que fazia com que fosse grande o risco de crédito nesses contratos, ao contrário de outros ativos com risco de mercado

considerado alto. A negociação de novos produtos financeiros, aliada à sua velocidade de transação, iniciou uma nova era de rápidas transações bancárias especulativas e, com isso, os riscos também aumentaram¹³.

A introdução de derivativos traria complexidade para a segmentada regulação norte-americana, pela dificuldade de caracterizar esses produtos: “Se os derivativos de crédito forem valores mobiliários, a SEC teria jurisdição, mas se forem contratos futuros, então a CFTC seria o órgão regulador apropriado” (TIJOE, 2007, p. 395). Em 1998, a CFTC alertou os riscos potenciais que o mercado de derivativos traria ao sistema financeiro: “Várias perdas financeiras grandes e bem divulgadas nos últimos anos concentraram a atenção do setor de serviços financeiros, seus reguladores, usuários finais de derivativos e o público em geral em possíveis problemas e abusos no mercado de derivativos de balcão”¹⁴. Entretanto, as autoridades financeiras, em especial o presidente do FED à época, Alan Greenspan, não viam motivos para interferir nesses mercados desregulamentados. Em dezembro de 2000, foi aprovada a Lei de Modernização dos Futuros de Commodities (*Commodity Futures Modernization Act*), que formalizou a isenção da regulação na negociação desses derivativos, expandindo consideravelmente esse mercado.

Sherman (2009) explica as consequências do afrouxamento regulatório:

Esse rápido crescimento sobrecarregou a infraestrutura legal e tecnológica da indústria. Bancos comerciais - os principais players do mercado - podiam negociar tão rapidamente e firmar contratos tão livremente que, muitas vezes, nenhuma empresa sabia ao certo quem devia exatamente a quem. Os reguladores depositaram sua confiança na auto regulação das empresas para evitar riscos potenciais. Em 2004, a SEC adotou um tato semelhante ao discutir a regulamentação dos bancos de investimento globais. Os bancos de investimento queriam um afrouxamento dos requisitos de capital que lhes permitisse manter menos reservas e assumir mais dívidas. Após 55 minutos de discussão, a SEC concordou em flexibilizar a regra do capital líquido e criou o programa Entidades Supervisionadas Consolidadas para bancos de investimento. As corretoras submetiam voluntariamente à SEC relatórios sobre seus ativos e atividades. O sistema de regulamentação voluntária dependia dos modelos internos de computador dessas empresas, deixando o trabalho de monitorar riscos para as próprias empresas (SHERMAN, 2009, p. 11).

¹³ Tjoe (2007) divide os riscos de derivativos negociados OTC em: risco de liquidez, *short squeeze*, liquidação, concentração, documental, contratual e atribuição, informacional e *insider trading*.

¹⁴ *CFTC issues concept release concerning over-the-counter derivatives Market*. Disponível em: <https://www.cftc.gov/sites/default/files/opa/press98/opa4142-98.htm>. Acesso em: 12 mai. 2020.

Antes da lei de 2000, na literatura acerca da desregulamentação financeira, nenhuma decisão recebe mais destaque do que a Lei de Modernização de Serviços Financeiros (*Financial Services Modernization Act*) de 1999, ou *Gramm-Leach-Bliley Act*. A lei revogou todas as restrições à combinação de operações bancárias, de valores mobiliários e de seguros para instituições financeiras, permitindo a formação de grandes conglomerados financeiros. Esse movimento marca a revogação do *Glass-Steagall Act* de 1933, pois a lei justamente atenuava o conflito de interesses na combinação de transações bancárias e de valores mobiliários.

Todavia, a desregulamentação não ocorreu de uma hora para outra. O processo foi evoluindo ano após ano até chegar à lei de 1999. Durante a década de 1980, o *Federal Reserve Bank* reinterpretou seções da *Glass-Steagall*, permitindo aos bancos terem parte de suas receitas advindas da negociação de títulos: primeiramente eram 5%, alguns anos depois foram 10% e chegou a 25% em 1996. O processo já estava em andamento, mas aumentou significativamente após a aprovação da Lei de Eficiência dos Bancos Interestaduais e Filiais (*Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act*) de 1994, que eliminou as restrições anteriores sobre bancos e filiais interestaduais: “Entre 1990 e 1998, o número de instituições bancárias diminuiu 27%, à medida que os bancos continuavam se fundindo” (SHERMAN, 2009, p. 9).

Para Crawford (2011), a fusão da Citicorp e da Companhia de Seguros Travelers, que originou o Citigroup em abril de 1998, é vista como o impulso para a revogação formal da lei. O pretexto institucional das autoridades financeiras dos Estados Unidos nessa época girava em torno do argumento de modernização e eficiência dos mercados financeiros. Entretanto, Crawford (2011) complementa que:

[...] quando a lei *Glass-Steagall* foi revogada em 1999, o esforço de lobby de US\$ 300 milhões que impulsionou a desregulamentação era mais para facilitar fusões do que criar uma estrutura reguladora eficiente. Infelizmente, em vez de estabelecer uma estrutura regulatória do século 21, simplesmente desmantelamos a antiga, incentivando a ideia de “o vencedor leva tudo”, tudo passou a ser um ambiente que ajudou a promover situações devastadoras em nossa economia (CRAWFORD, 2011, p. 131).

Com relação aos tipos de regulação tratados na seção 2.1, é possível identificar como as desregulamentações impostas prejudicaram seus feitos. A regulação prudencial ficou menos potente com a revogação da *Glass-Steagall Act*, pois, ao permitir a existência de grandes conglomerados financeiros, seus balanços tornaram-

se mais complexos e criaram um terreno propício para uma maior tomada de risco por parte das instituições financeiras. Com os derivativos completamente desregulamentados em 2000, a volatilidade dos ativos financeiros e o risco de alavancagem desenfreada aumentaram. As receitas dos bancos advindas da cadeia de securitização e comercialização de ativos de risco serviam como grande incentivo, ao ponto de a regulação sistêmica não ter instrumentos capazes de mitigar o risco de forma instantânea, no caso de insolvência de algum desses grandes conglomerados.

A combinação de grandes instituições financeiras, produtos financeiros que aumentavam o risco sistêmico da economia e uma fraca regulação ajudaram a inflar a bolha imobiliária, que culminou na crise do *subprime* de 2007-2008.

A Tabela 2 sintetiza as principais desregulamentações discutidas:

Tabela 2 – Principais leis aprovadas sobre desregulamentação financeira.

Lei	Ano	Mercado	Principais medidas
<i>Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act</i>	1980	Monetário	Mudança no teto de juros ofertados; fim da <i>Regulação Q</i> .
<i>Garn-St. Germain Act</i>	1982	Monetário	Permitiu as S&Ls na concorrência por depósitos à vista.
<i>Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act</i>	1994	Monetário/Bancário	Expansão interestadual das <i>holdings</i> bancárias.
<i>Financial Services Modernization Act de 1999</i>	1999	Monetário/Bancário	Revogação da <i>Glass-Steagall Act</i> .
<i>Commodity Futures Modernization Act</i>	2000	Capitais	Isenção na regulação de derivativos OTC.

Fonte: elaborada pelo autor (2020).

2.3 CONSIDERAÇÕES PRELIMINARES

Inicialmente, esse capítulo sintetizou os principais tipos de regulação financeira, partindo da premissa de que devem ser levados em consideração seus objetivos a fim de aumentar sua eficiência em proteger o mercado (seção 2.1). Destaca-se a regulação prudencial, que trata de garantir a solidez de instituições financeiras, e a regulação sistêmica, que leva em consideração os riscos do mercado financeiro, em especial o efeito contágio.

A seção 2.2 trouxe uma recapitulação histórica da regulação financeira nos EUA, em especial a partir da Grande Depressão iniciada em 1929, que criou uma série de leis e instituições que moldaram as finanças norte-americanas, com relativo

sucesso, por décadas. A criação de agências reguladoras, como a SEC e a FDIC, estabeleceram regulações que introduziram a ideia de regulação prudencial e sistêmica, garantindo a estabilidade dos mercados financeiros. Apesar de serem agências especializadas em mercados diferentes, seus objetivos convergiam no papel estrutural e de prudência do sistema financeiro.

Contudo, a partir da década de 1980, com a introdução de derivativos e da securitização nas operações bancárias, o mercado financeiro criou meios altamente lucrativos que esbarravam nas regulações existentes. Sendo assim, havia grande incentivo por parte das instituições financeiras em derrubar essas regulações e inflar seus balanços. A revogação da *Glass-Steagall Act*, em 1999, somada à formalização da desregulamentação de derivativos OTC em 2000 são considerados marcos no processo de desregulamentação, pois aumentaram a concentração bancária e o poder de grandes conglomerados financeiros. Essas leis não destruíram as agências criadas pós Grande Depressão, mas limitaram sua atuação. Assim, esse capítulo expõe que o mercado financeiro norte-americano já foi fortemente regulado, porém as desregulamentações criaram o cenário ideal para uma bolha financeira, que estourou em 2007-2008.

3 REGULAÇÃO FINANCEIRA: ASPECTOS TEÓRICOS

Este capítulo apresenta teorias que justificam a necessidade de não ter qualquer regulação, através da autorregulação do mercado, ou certo nível de regulação, destacando a Hipótese dos Mercados Eficientes (HME) e, posteriormente, o argumento das falhas de mercado, sendo ambas as ideias trazidas sob a ótica neoclássica. A segunda seção busca explicar a regulação financeira através da Hipótese de Instabilidade Financeira (HIF) de Minsky, na qual se desloca completamente a abordagem de finanças a fim de contrapor as premissas da teoria convencional e apresentar uma nova proposta sobre o tema. Por fim, é possível comparar as diferentes visões e entender em que medida a regulação financeira norte-americana, no período anterior à crise de 2008, converge e diverge das teorias *mainstream* e pós-keynesiana.

3.1 AS TEORIAS NEOCLÁSSICAS DA NÃO REGULAÇÃO E DA REGULAÇÃO FINANCEIRA MODERADA

Antes de tratar especificamente da relação entre teoria e regulação financeira, é preciso identificar algumas premissas mais gerais da corrente neoclássica. As análises de oferta e demanda, aspectos estes que os mercados levariam a um preço de equilíbrio em condições de eficiência, surgiram ainda no século XIX, podendo-se destacar Marshall, Walras e Pareto como alguns dos principais expoentes desse movimento. A partir de então, surgiram diversas abordagens dentro da teoria neoclássica, desenvolvendo modelos sobre o consumidor, a firma, o emprego microeconômico, a renda e diversos outros aspectos econômicos. Algumas suposições seguem como pilares do desenvolvimento da teoria neoclássica, como: (i) pessoas possuem preferências e são racionais; (ii) os indivíduos maximizam a utilidade e as empresas maximizam os lucros; (iii) e as pessoas agem de forma independente com base em informações completas e relevantes.

Outro ponto importante da teoria neoclássica é a sua metodologia instrumentalista, também chamada de positivista, exposta em 1953 pelo influente economista da Escola de Chicago Milton Friedman, que parte da premissa de que “uma suposição é sólida quando permite previsões precisas e ajuda a encontrar e calcular o valor de uma posição de equilíbrio. Se a suposição é realista ou não, é

irrelevante” (LAVOIE, 2011, p. 13). Crotty (2011) interpreta essa metodologia da seguinte forma:

O único teste legítimo de uma teoria, então, é se suas hipóteses derivadas podem ser usadas para fazer previsões consistentes com os dados relevantes: “O único teste relevante da validade de uma hipótese é a comparação de suas previsões com a experiência” (apud Friedman, 1953, p. 9). Como o teste de previsão necessariamente envolve suposições de *ceteris paribus*, na prática, a profissão se baseia em testes econométricos de hipóteses com dados passados (CROTTY, 2011, p. 7).

Dadas as origens da teoria e as suposições acima, pode-se inferir que a corrente neoclássica já conta com a predisposição teórica de se apoiar na eficiência dos mercados e evitar as regulações externas destes na construção dos modelos econômicos¹⁵. Sobre isso, Lavoie (2011) explica que:

Os economistas tradicionais exibem grande confiança na capacidade dos mercados desregulados em proporcionar estabilidade e pleno emprego, e de proporcionar soluções para qualquer problema econômico ou social. As versões mais extremas da teoria neoclássica afirmam que a instabilidade e o desemprego só podem prevalecer quando o governo interfere na operação dos mercados, impedindo o mecanismo de preços de alcançar equilíbrio. Nesta versão da economia ortodoxa, o mercado sabe tudo e é o único provedor da verdade (LAVOIE, 2011, p. 24).

A autorregulação, ou regulação apenas moderada, do mercado, seja este financeiro ou não, encontra-se na base da teoria neoclássica e permanece como um pressuposto presente no debate econômico.

3.1.1 A Hipótese dos Mercados Eficientes e a autorregulação

A Hipótese dos Mercados Eficientes (HME) é a consequência final da Teoria do Passeio Aleatório (*Random Walk Theory*), que inicialmente comparava os preços das ações a um passeio aleatório, sem possibilidade de previsões¹⁶; posteriormente, a HME foi formalizada pelo economista norte-americano Eugene Fama (1970),

¹⁵ Como discutido na seção 2.2 do Capítulo 2, não existiam grandes regulações sobre os bancos até a Grande Depressão. A doutrina econômica neoclássica da época praticamente não considerava a regulação como algo eficiente.

¹⁶ Pereira e Uripia (2011) explicam que a origem da HME está no trabalho do matemático francês Louis Bachelier (1870-1947), permanecendo marginalizada até ser redescoberta por Paul Samuelson na década de 1950, que afirmava se tratar de uma tentativa de trazer um “caráter científico” ao estudo dos mercados financeiros.

também da Escola de Chicago. Nesta versão, o mercado financeiro eficiente é definido como “aquele em que o preço dos ativos negociados sempre reflete inteiramente as informações disponíveis sobre os mesmos” (FAMA, 1970). A teoria surgiu a partir da análise do mercado à vista de ações negociadas em bolsas de valores nos Estados Unidos. Entretanto, pode-se estender a influência da teoria de Fama para o mercado de títulos, de moedas, de derivativos e de outros valores mobiliários criados. Júnior e Ikeda (2004), nesse contexto, sintetizam a base teórica da HME:

A base teórica para a HME repousa em três argumentos: investidores são assumidos como racionais e, conseqüentemente, avaliam e precificam ativos de forma racional; à medida que alguns investidores não são racionais, suas participações no mercado (negociações) são assumidas como aleatórias, cancelando-se e não produzindo efeitos nos preços praticados pelo mercado; à medida que esses investidores irracionais o são de maneira similar entre si, a presença de uma maioria de arbitradores racionais, no mesmo mercado, elimina sua influência nos preços. O argumento da racionalidade dos investidores implica que os mesmos precificam cada ativo pelo seu valor fundamental, ou seja, o valor presente de seus fluxos de caixa futuros descontados pelo seu risco. Adicionalmente, quando qualquer informação que implique alteração dos fundamentos desse ativo é descoberta, os investidores respondem imediatamente, aumentando o preço do ativo se as informações forem positivas e diminuindo-o se forem negativas. Logo, os preços dos ativos incorporam todas as informações quase que imediatamente, ajustando-se a novos níveis correspondentes aos novos valores presentes dos fluxos de caixa. [...] em sua forma extrema, a teoria de mercados eficientes diz que todos os títulos sempre são corretamente precificados, o que significa que o mercado como um todo é realmente sábio (JÚNIOR; IKEDA, 2004, p. 98).

Ou seja, a HME também assume que possam existir investidores irracionais. Entretanto, a teoria apresenta a figura do arbitrador como o agente que amortece os efeitos das ações desses investidores, corrigindo os preços ao valor fundamental e eliminando os investidores irracionais no longo prazo. Dentro dos mercados eficientes, pode-se concluir que não há margem para a evolução de bolhas financeiras especulativas, já que os preços dos ativos refletem sempre seu valor fundamental.

A diferença na velocidade com que as informações alteram os preços no mercado geram três tipos distintos de eficiência: (i) a forma fraca, que ocorre quando os movimentos do mercado refletem nos preços das informações contidas em preços passados. O retorno esperado de algum título mobiliário é função de seu risco e pode ser estimado matematicamente. Trata-se da forma menos exigente, pois os agentes, ao tomar decisões no mercado, poderiam observar os preços passados a fim de estipular um padrão de comportamento dos ativos e tentar auferir lucros maiores, sendo as informações facilmente disponíveis, o que impossibilitaria esses ganhos; (ii)

a forma semiforte, que consiste na transmissão aos preços, de maneira integral, de informações correntes disponíveis somadas às informações passadas. As fontes de informações atuais são os demonstrativos contábeis das empresas, divulgados frequentemente; e a (iii) forma forte, na qual os preços englobam, além das informações passadas e correntes, as informações não disponíveis. Qualquer informação pertinente, mesmo que conhecida por poucos agentes ou *insiders*, estão contidas nos preços e se ajustam rapidamente (JÚNIOR; IKEDA, 2004).

Oferecendo sentido e veracidade à HME, Fama adicionou à sua teoria o modelo de precificação de ativos financeiros CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), desenvolvido por William Sharpe (1964) e John Litner (1965), e também a Teoria das Carteiras de Markowitz (1952), criando um novo movimento acadêmico de “finanças quantitativas” (FOX, 2009). O modelo CAPM apresenta a ideia central de que o retorno esperado de um investimento será sempre relativo ao risco mensurável do ativo, baseado nas expectativas racionais e na assumida aversão ao risco dos investidores. Já a Teoria das Carteiras apresenta um modelo matemático em que a diversificação de uma carteira de investimentos é racional, pois dilui os riscos e diminui, assim, a covariância entre os preços dos ativos. Assumindo a eficiência dos mercados e a aversão ao risco dos indivíduos, Markowitz propôs a “fronteira eficiente”, que exhibe todos os pontos de menor risco (variância) de acordo com o retorno esperado. Portanto, os indivíduos racionais sempre escolherão uma combinação de ativos que se encontre nessa fronteira, e o ponto exato será determinado por sua curva de preferência em relação ao risco.

Rapidamente, a teoria atraiu novos adeptos e estudiosos de finanças. Testes feitos ainda na década de 1970 por Fama sugeriram a validação da HME, apoiados em evidências de que as oportunidades de arbitragem presentes no mercado de ações são mínimas e quaisquer imperfeições residuais são tratadas de forma trivial; a partir de então, a hipótese começou sua transição rápida de teoria para doutrina (LANGEVOORT, 1992). Por mais simples que a HME possa parecer, ao sistematizar a ideia de que as informações refletem nos preços dos ativos financeiros, ela foi revolucionária na época e mudou o pensamento dos economistas, sobretudo de muitos profissionais do mercado financeiro que negociam esses ativos diariamente (BALL, 2009).

Langevoort (1992) explica que, a partir da década de 1980, com computadores mais sofisticados e melhor agrupamento de dados, a HME passou a ser mais bem

testada e questionada. Os testes de validação da década anterior não conseguiam capturar algumas anomalias nas formações de preços no mercado, como, por exemplo, o efeito das expectativas de dividendos e as tendências de reversões de preços mais voláteis do que a HME sugeria. Shiller (1981), por sua vez, constatou que os preços das ações são muito influenciados por ondas de otimismo e pessimismo, se analisados em um período maior. Portanto, os preços possuem certa autocorrelação e se afastam dos valores fundamentais de forma irracional, gerando bolhas. Esse e outros estudos¹⁷ fizeram Fama (1991) apresentar uma nova avaliação da HME, abandonando a antiga visão de formas de eficiência. Baseado apenas na questão da previsibilidade dos retornos, Fama passa a incluir nos testes de previsibilidade variáveis como rentabilidade dos dividendos e taxas de juro, em vez de considerar como variáveis preditivas somente os retornos passados.

Novos modelos surgiram e passaram a contestar alguns pontos da HME, com destaque aos argumentos das Finanças Comportamentais (*Behavioral Finance*)¹⁸, em que a ideia de racionalidade irrestrita não é levada em consideração, pois os agentes sofrem de influências de natureza cognitiva, de ruídos provenientes do excesso de informações, de aspectos emocionais e de influências do âmbito social no momento da tomada de decisões. Entretanto, o modelo comportamental não surgiu como substitutivo ao neoclássico, pois a visão comportamental apenas adiciona interpretações extras à hipótese original e não busca uma rejeição dos pressupostos neoclássicos, como a maximização da utilidade, o equilíbrio e a eficiência (CROTTY, 2011).

Apesar de terem sido questionados, os pressupostos principais da HME continuaram influentes e conquistaram espaço nas propostas de regulamentações financeiras nos EUA. Isso é especialmente notável na conduta da SEC, a partir das simplificações nas regras de divulgação de informações corporativas de empresas de capital aberto em 1982. A partir de então, as empresas poderiam registrar um breve formulário para poder oferecer ações no mercado (Formulário S-3)¹⁹. Essa mudança incorpora, parcialmente, os pressupostos da HME ao se basear na ideia de que o regime obrigatório de divulgações, criado pelo congresso na década de 1930 e

¹⁷ Le Roy e Porter (1981), Lo e Mckinlay (1988) e De Bondt e Thaler (1985).

¹⁸ Crotty (2011) destaca o professor de economia comportamental Matthew Rabin, da *Harvard University*, como o grande nome da área.

¹⁹ *SEC Form S-3*: devem ser informados fatores de risco, estratégias da companhia, informações financeiras básicas, entre outras questões.

supervisionado pela SEC, não teve aparente efeito benéfico na tomada de decisões de investimento. A visão implícita era de que “as mesmas forças privadas que tornam o mercado eficiente também produziram a divulgação ideal” (LANGEVOORT, 1992, p. 874). Ou seja, a obrigatoriedade de divulgações mais detalhadas de informações impostas pela SEC distorcia o mercado, criando um ambiente que afastaria a formação de preços de forma eficiente. As fraudes informacionais também deveriam ser combatidas nessa visão, visto que os materiais divulgados podem ser omissos e apresentar distorções, a fim de manipular o preço da ação da empresa, por exemplo (PICKHOLZ; HORAHAN, 1982). Posteriormente, a SEC adotou, permanentemente, a Regra 415 (*Shelf Offering*), pela qual as empresas são permitidas a registrarem novas emissões de ações e colocá-las no mercado conforme sua necessidade, aproveitando condições favoráveis, em vez de vendê-las imediatamente. A ideia por trás da regra também era de eficiência informacional, pois essa forma de registro “não precisava ser atual, pois os preços na qual as ações seriam vendidas refletiriam as informações contidas nos relatórios subsequentes” (HU, 2012, p. 185).

Tanto Langevoort (1992) quanto Hu (2012) e Pickholz e Horahan (1982) exibem exemplos nos quais a SEC, mesmo de forma implícita, converge com a HME em suas decisões. Hu (2012) vai além, afirmando que a própria descrição institucional atual da SEC²⁰ reflete sentimentos influenciados pela HME:

As leis e regras que governam o setor de valores mobiliários nos Estados Unidos derivam de um conceito simples e direto: todos os investidores, sejam grandes instituições ou particulares, devem ter acesso a certos fatos básicos sobre um investimento antes de comprá-lo, e enquanto mantêm. Para conseguir isso, a SEC exige que as empresas públicas divulguem informações financeiras e outras informações significativas ao público. [...] O resultado desse fluxo de informações é um mercado de capitais muito mais ativo, eficiente e transparente que facilita a formação de capital tão importante para a economia de nossa nação (HU, 2012, p. 181).

O entendimento da não intervenção do governo no mercado financeiro pode estender-se ao campo de atuação do Banco Central, pela influência da Hipótese do Banco Central Eficiente (HBCE). A essência da HBCE, que aproxima os ideais da HME à política monetária, é de que as ações de bancos centrais devem ser projetadas apenas para controlar a inflação, sem a distração de quaisquer objetivos concorrentes que incluem a regulação do sistema financeiro. Essa visão pode ser reforçada pela

²⁰ U.S. Securities and Exchange Commission. Disponível em: <https://www.sec.gov/Article/whatwedo.html>. Acesso em: 16 jun. 2020.

concordância da autoridade monetária nos EUA em relação às desregulamentações financeiras dos anos de 1980 e 1990²¹. A postura mais notável do FED em relação à desregulamentação financeira é a que se deu sobre o sistema bancário, visto a política de autorregulação defendida por Alan Greenspan na presidência do FED entre 1987 e 2006. Nesse ínterim, Born (2011) afirma que:

Com o apoio de grandes instituições financeiras, suas associações comerciais e economistas com ideias semelhantes, ele (Greenspan) foi capaz de convencer vários formuladores de políticas em várias administrações presidenciais sucessivas, membros do congresso e reguladores financeiros federais a apoiar desregulamentações [...] Como ele argumentou em 1997, “é extremamente importante reconhecer que nenhum mercado é verdadeiramente desregulamentado. O interesse próprio dos participantes do mercado gera regulações do mercado privado. Assim, a verdadeira questão não é se um mercado deve ser regulamentado. Pelo contrário, a verdadeira questão é se a intervenção do governo fortalece ou enfraquece a regulação privada” (BORN, 2011, p. 232).

A HME tornou-se a peça central teórica para a desregulamentação do mercado financeiro durante a era Greenspan. Se um mercado livre sempre produzir preços de ativos fundamentalmente corretos, todo o mercado financeiro deve ser capaz de funcionar adequadamente por conta própria sem a interferência do governo. Greenspan também expressava sua admiração pelas inovações financeiras, principalmente o longo alcance da tecnologia de securitizações (MAGNUSON, 2018).

Além do FED, o *Bank for International Settlements* (BIS) também apoiou institucionalmente a ideia de que a intervenção de governos nos mercados financeiros produz resultados econômicos ineficientes e abaixo do ideal. No contexto da atuação do BIS, os maiores bancos globais ganharam apoio ao atingir seus objetivos de serem autorregulados. Nesse sentido, como organização internacional pode-se inferir que a postura do BIS influenciou Bancos Centrais e agentes regulatórios de todo o mundo.

A lógica por trás da autorregulação é que os participantes do mercado, em virtude de terem melhores informações e conhecimento dos eventos relevantes para a formação dos preços, estão em uma posição superior para determinar o nível e o escopo adequados da regulação, além de que as organizações também podem responder mais rapidamente e de maneira mais flexível ao desenvolvimento do mercado. A autorregulação é frequentemente considerada mais barata (do ponto de vista do governo) pelos seus defensores do que a regulação direta, pois o setor

²¹ Ver Tabela 2.

financeiro é encarregado de pagar por seu próprio aparato regulatório. Um exemplo disso nos EUA é o papel da *Financial Industry Regulatory Authority* (FINRA), que, com a aprovação da SEC, trabalha para regular a atuação de corretores e revendedores (*brokers* e *dealers*) ao negociar ações, opções de títulos, títulos corporativos e futuros no mercado americano desde 2007. A FINRA dispõe-se a combater crimes e fraudes no mercado financeiro norte-americano, tendo poder de executar sanções aos agentes que violem suas regras. A autoridade é financiada pelas instituições privadas associadas, e a SEC interfere somente quando constata que a atuação da FINRA é falha (BLACK, 2013).

3.1.2 Falhas de mercado e a necessidade de regulação financeira

Dentro da teoria neoclássica, o argumento mais pertinente na literatura e na doutrina a favor da regulação financeira é a teoria das falhas de mercado. O Ótimo de Pareto consiste em uma situação econômica na qual não é possível melhorar a situação de um agente econômico sem prejudicar a situação econômica de outros, e a teoria das falhas de mercado baseia-se nessa ideia para justificar situações em que não é possível atingir a eficiência de mercado. Em mercados financeiros, essa eficiência é ainda mais perturbada do que em outros mercados, mas, nesse contexto, há intervenções governamentais viáveis para melhorar o mercado (STIGLITZ, 1993). As principais falhas de mercado são o monopólio e a concentração de mercado, as externalidades negativas e as informações assimétricas.

A formação de monopólios ou grandes oligopólios concentradores do mercado seriam o oposto da condição ideal para o mercado operar corretamente, em regime de concorrência perfeita. Em mercados monopolísticos, existe apenas um vendedor para diversos compradores, sendo que o primeiro possui o poder de produzir ou oferecer quantidades menores de serviços a preços maiores do que os de um mercado competitivo. Há também a situação de monopsonio, na qual existe apenas um comprador para diversos vendedores. O oligopólio consiste em poucos agentes controlando algum mercado, e a regulação sobre essa condição pode ser realizada através de uma política antitruste²², sendo uma manutenção de barreiras de entrada

²² Nos EUA, a *Federal Trade Commission* (FTC) é responsável por garantir a competitividade da economia, avaliando fusões e aquisições.

baixa para segurar a possibilidade de concorrência e dificultar fusões de grandes firmas²³.

Já as externalidades negativas geram argumentos a favor da regulação financeira por ocorrerem quando a ação de algum agente gera custos adicionais a outros não envolvidos na transação. Conforme Nicolò et al. (2012), com relação ao mercado financeiro, essa falha está relacionada ao aumento do risco sistêmico da economia, com externalidades relacionadas à complementariedade estratégica das instituições financeiras, liquidação ao vender ativos e interconectividade do sistema financeiro. A correção dessas externalidades consiste em requisitos de capital, requisitos de liquidez, restrições às atividades bancárias e tributação. Embora algumas dessas políticas possam ser complementares na correção da mesma externalidade, os requisitos de capital desempenham um papel importante na estrutura regulatória baseada nessa falha.

As informações assimétricas, ou incompletas, representam uma falha de mercado, pois, para que o mercado possa funcionar eficientemente, é necessário que os agentes econômicos possuam informações exatas sobre preços de mercado e sobre a qualidade dos produtos. O sistema de preços é normalmente utilizado para garantir uma distribuição igualitária de informações entre os agentes econômicos. Entretanto, na prática, isso não ocorre, havendo agentes com mais ou menos informações do que outros. No contexto financeiro, as informações assimétricas complementam a lógica das externalidades negativas em relação ao risco sistêmico e ao efeito contágio. Bancos estão sujeitos a corridas bancárias²⁴, e a quebra de um banco insolvente pode tornar outros bancos saudáveis, além de solventes em insolventes, e isso ocorre porque uma grande proporção de ativos bancários não possui grande liquidez, e um pânico pode reduzir o valor atual desses ativos negociáveis. No caso de uma execução, um banco é “forçado a se desfazer de ativos que, devido a problemas de informações assimétricas, não podem ser vendidos ao mesmo tempo em que compradores (se houver) impõem um prêmio de alto risco no preço de compra” (LLEWELLYN, 1999, p. 13-14).

²³ Possivelmente ao nível dos oligopólios e da concentração de mercado, a *Glass-Steagall Act* de 1933 atuou no sentido de evitar a criação de grandes conglomerados financeiros que oferecessem diferentes serviços.

²⁴ Corridas bancárias ocorrem quando um grande número de depositários retira seu dinheiro simultaneamente por conta de preocupações com a solvência do banco.

As agências de classificação de risco desempenham o papel de atenuar a assimetria de informações entre investidores e companhias emissoras de títulos e valores mobiliários. Em essência, os reguladores e investidores são dependentes das notas de crédito emitidas pelas três grandes agências Moody's, S&P e Fitch, como, por exemplo, fundos de pensão que investem somente em títulos bem classificados pelas agências. Pela sua grande influência, as agências de classificação de risco possuem um status “quase regulatório”²⁵.

A seleção adversa é uma consequência da informação assimétrica que ocorre quando há, no mercado, diversas ofertas de produtos aparentemente iguais, porém qualitativamente diferentes. Não é possível ao consumidor identificar essas diferenças, pois fazê-la possui um alto custo. Isso resulta em uma ineficiência, gerando um aumento na venda de produtos financeiros de baixa qualidade. A lógica entre os agentes inverte quando se analisa a seleção adversa no mercado de crédito, conforme explica Aglietta²⁶ (2004):

Como os fornecedores de empréstimos não dispõem de toda informação que permitiria refletir toda a estrutura de riscos nos preços dos créditos, o preço expressa a qualidade média de uma categoria de investidores. Isso desencoraja os bons tomadores, que pagam caro pelo crédito em relação às condições que eles obteriam se pudessem comunicar a excelência de sua solvibilidade. Isso favorece, pelo contrário, os maus tomadores (AGLIETTA, 2004, p. 45-46).

A seleção adversa ocorre antes da transação, ao contrário da falha decorrente de risco moral (*moral hazard*), que é identificada após a transação. Essa falha ocorre quando um agente, segurado e consciente que a seguradora possui informações limitadas sobre si, toma decisões que normalmente não tomaria se não estivesse segurado (AGLIETTA, 2004).

Para a corrente neoclássica, que defende a teoria das falhas de mercado, a assimetria de informações expressa pela seleção adversa e pelo risco moral constitui-se em um forte argumento a favor da regulação financeira. As instituições, influenciadas pela competição e por não terem acesso a informações suficientes sobre

²⁵ Após a crise financeira de 2007-2008, as agências de classificação de risco foram alvo de muitas críticas, pois não realizaram uma análise criteriosa sobre os ativos, em que as notas de crédito concedidas eram influenciadas por conflitos de interesse entre as agências, os emissores e os investidores (RYAN, 2012).

²⁶ Michel Aglietta é considerado um dos fundadores da escola de regulação francesa, que tinha como ponto de partida uma crítica à economia neoclássica, convergindo mais com a teoria pós-keynesiana de finanças apresentada na próxima seção.

o risco de inadimplência, tornam-se indiferentes no momento de conceder empréstimos e realizam uma avaliação pouco rigorosa dos tomadores. Em um mercado expansivo, a crescente concessão de crédito a maus pagadores pode levar à falência de instituições financeiras, gerar externalidades negativas e maior risco sistêmico.

Stiglitz (1993) afirma que o governo possui o papel de mitigar os efeitos do risco moral e da seleção adversa:

O governo tem o poder de obrigar a divulgação de informações por meio de uma variedade de instrumentos indiretos, incluindo impostos, subsídios e regulações. As informações disponíveis no sistema de imposto de renda, por exemplo, podem ser usadas para reduzir os riscos de inadimplência e projetar pagamentos de empréstimos contingentes na receita (STIGLITZ, 1993, p. 28).

No contexto do mercado acionário, as informações assimétricas geram bolhas financeiras, contrariando a HME, que não admite essa anomalia. Wang et al. (2018) concluem esse ponto pela perspectiva das finanças comportamentais:

[...] mercados com informações assimétricas podem levar ao comportamento de manada. Quando ocorre um choque nesse mercado, o comportamento do manada irá ampliar esse choque e os preços aumentarão ou diminuirão mais do que deveria. Essa bolha ou *crash* aumentará ainda mais o comportamento de manada que novamente empurrará o preço para mais além. É assim que as bolhas e *crashes* são criados (WANG et al., 2018, p. 214).

Em relação à proteção dos investidores e clientes de instituições financeiras, a assimetria de informações e o claro conflito de interesses presente na ligação comercial entre os agentes também gera um motivo para a regulação²⁷.

Para Filho (2018), os EUA possuem um modelo regulatório setorial, ou seja, os reguladores estão divididos conforme o mercado de atuação, a fim de reduzir as falhas de mercado existentes. Embora a atuação de um regulador possa transbordar para uma jurisdição diferente da original, conforme a evolução dos mercados financeiros, a segmentação para corrigir falhas constituiu-se no modelo adotado na década de 1930 nos EUA após a Grande Depressão.

²⁷ Ver seção 2.1.1 sobre a regulação de condutas.

3.2 PARA ALÉM DAS FALHAS DE MERCADO: A TEORIA PÓS-KEYNESIANA DAS FINANÇAS

Após a Grande Depressão, a teoria neoclássica foi posta em discussão tanto no meio acadêmico quanto entre os formuladores da política econômica, o que abriu espaço para John Maynard Keynes introduzir sua mais conhecida obra, *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*, em 1936. As crises financeiras passaram a ter uma explicação macroeconômica com Keynes, para quem o Estado possui a finalidade estabilizadora anticíclica das economias capitalistas. Keynes elaborou diversos fundamentos importantes que rebatiam o *mainstream* para justificar sua teoria, como a não neutralidade da moeda, que também possui a função reserva de valor, a preferência pela liquidez e a noção de incerteza das economias capitalistas.

Ao analisar os agregados econômicos, como o investimento macroeconômico, Keynes inverteu a teoria previamente aceita. Os bancos são os grandes fornecedores de empréstimos, o que possibilita a existência do investimento inicial e não a poupança prévia. O crescimento do crédito é o combustível dos investimentos, da renda e, conseqüentemente, da poupança. A partir dessa premissa keynesiana, autores pós-keynesianos desenvolveram os conceitos de *finance* (financiamento de curto prazo) e *funding* (financiamento de longo prazo) para explicar a relação entre crédito e crescimento econômico.

A partir da década de 1970, foi fundada a escola heterodoxa pós-keynesiana, na qual diversos economistas incorporaram muitos ensinamentos de Keynes para desenvolver novas teorias, além de combinar ideias de outros economistas²⁸ que divergiam em pontos da escola ortodoxa tradicional. Lavoie (2011) caracteriza a escola pós-keynesiana como realista, partindo de uma metodologia holística e de um núcleo político baseado em mercados regulados.

Na interpretação pós-keynesiana sobre as finanças, algumas suposições são importantes para definir um modelo de regulação condizente com a teoria: o futuro é desconhecido, as expectativas dos agentes e seu grau de aversão ao risco são endógenos e pró-cíclicos, não há equilíbrio estável no mercado financeiro devido à constante alteração nas expectativas dos agentes e as instituições financeiras afetam

²⁸ Entre eles, pode-se citar Michal Kalecki, Piero Sraffa e Joan Robinson.

fortemente o desempenho dos mercados, cujos objetivos, informações e incentivos diferem daqueles ligados aos agentes individuais (CROTTY, 2011).

A escola apresentou diversas teorias, mas a presente seção foca em um dos seus principais autores: Hyman Minsky, com sua teoria da fragilidade sistêmica baseada na Hipótese de Instabilidade Financeira (HIF) e demais aspectos financeiros estudados pelo autor, sendo estes também fundamentais para postular uma base para a regulação financeira sob uma ótica pós-keynesiana.

3.2.1 Minsky, a Hipótese de Instabilidade Financeira (HIF) e a fragilidade sistêmica

As origens do pensamento de Hyman P. Minsky, que ficou mais conhecido através do livro *Estabilizando uma Economia Instável (Stabilizing an Unstable Economy)*, de 1986, remetem aos seus trabalhos e artigos publicados durante décadas. Aqui estes são empregados de forma mista para apresentar as suas ideias como um todo e introduzir uma interpretação heterodoxa para a regulação financeira. Ao contrário da teoria ortodoxa, a teoria de Minsky parte da premissa de que as economias são inerentemente instáveis, sobretudo pelas relações financeiras. Portanto, pode-se admitir que a Hipótese de Instabilidade Financeira é a antítese da Hipótese de Mercados Eficientes de Fama. Ao analisar outros aspectos, a ótica de Minsky revela que os preços dos ativos não refletem as expectativas racionais dos agentes nem incorporam, de maneira eficiente, as informações disponíveis no mercado.

Para Minsky, a instabilidade está associada a um alto grau de fragilidade financeira das economias capitalistas, que inicia em fases de crescimento econômico (*boom*), quando as expectativas são positivas quanto ao futuro e os agentes que emprestam dinheiro tendem a subestimar os riscos de as obrigações financeiras não serem cumpridas, alavancando os tomadores de dívida mais do que deveria. Assim, a economia recorrentemente passaria por tempos de maior fragilidade sistêmica. A HIF passou por variações durante os anos, mas possui como pilares, segundo o próprio Minsky (1994),

1) Uma economia capitalista que opere sem restrições e que possua um sistema financeiro sofisticado, complexo e em contínua evolução – a economia de “Wall Street”²⁹- alterna períodos de estabilidade e períodos de turbulência (mesmo que a situação inicial seja de estabilidade); 2) Tais comportamentos econômicos são endógenos às economias capitalistas; 3) A turbulência pode assumir a forma de bolhas especulativas, inflações interativas ou profundas deflações de débitos inter-relacionadas; 4) Tais formas apresentam-se com movimento próprio e serão findadas por uma série de restrições – sejam realizadas por instituições ou práticas, por intervenções políticas que afetem a estrutura institucional ou por propriedades de auto organização dos mercados, de tal forma que se conduz à estabilidade; 5) Provavelmente, o período que se segue é marcado por baixos níveis de atividade econômica; 6) A expansão toma forma novamente, dada a busca por interesses próprios dos agentes econômicos, levando à especulação e à baixa inflação (MINSKY, 1994, p. 21-22).

Minsky (1976) já demonstrava preocupações em relação a um sistema econômico sofisticado guiado pelas finanças, com inovações financeiras e estruturas de capitais complexas que estavam se desenhando nos Estados Unidos ainda na década de 1970, além do impacto disso no ciclo econômico. Minsky (1976) caracteriza a fragilidade das finanças da seguinte forma:

“Fragilidade financeira” é uma característica do sistema financeiro. Um sistema financeiro frágil, que funciona normalmente, pode ser interrompido por algum evento não comum. “Fragilidade sistêmica” significa que o desenvolvimento de uma estrutura financeira frágil resulta do funcionamento normal da nossa economia; fragilidade financeira e, portanto a suscetibilidade de nossa economia a perturbações não é devida a acidentes nem erros políticos. Portanto uma teoria de fragilidade sistêmica tenta explicar por que nossa economia endogenamente desenvolve fragilidade e é propensa a crises nas estruturas financeiras (MINSKY, 1976, p. 3).

Portanto, a ideia de fragilidade sistêmica parte do pressuposto de que uma economia com sistema financeiro frágil está exposta a crises de grandes potenciais de tempos em tempos.

Há alguns fatores que determinam o grau de fragilidade financeira de uma economia. Primeiramente, Minsky determina diferentes dimensões para a instabilidade financeira, enfatizando a estrutura de financiamento utilizada, com a geração interna do fluxo de caixa e de dívidas. O ideal é que as unidades econômicas consigam balancear as receitas e os pagamentos das dívidas em dinheiro. Em um modelo “Wall Street”, todas as unidades funcionam como se fossem bancos,

²⁹ Para Minsky (1976), um paradigma econômico de Wall Street é o rótulo dado às instituições que geram e alocam estoques herdados de ativos de capital, sendo esse o comportamento que determina o ritmo e a direção dos investimentos. O modelo de Wall Street difere do modelo econômico convencional de “escambo”, pois, primeiramente, procura uma rede de relações financeiras e fluxos de caixa, para, posteriormente, ir atrás de mecanismos de produção e distribuição.

buscando maximizar lucros sob restrições de liquidez e solvência. O grau de fragilidade de uma unidade econômica fica determinado pela sua capacidade da renda esperada da utilização do ativo de capital fazer frente a todos os seus compromissos financeiros, tanto nos montantes quanto no prazo. Dependendo do grau de risco que os agentes aceitem correr em relação à liquidez, há três tipos de estruturas financeiras descritas por Minsky: i) *hedge*; ii) especulativa (*speculative*); e iii) *ponzi*.

Na estrutura *hedge*, o fluxo de caixa consegue cobrir as obrigações financeiras para cada período. A unidade que prefere seguir essa estrutura possui um grau de aversão ao risco maior, pois opta por ter uma margem de segurança entre seus ativos e passivos. Mesmo com situações adversas, ela conseguirá cumprir com suas obrigações financeiras e não precisará de financiamentos adicionais, além de a oscilação da taxa de juros não influenciar na sua solvência. Dentro da HIF, a forma *hedge* é mais utilizada no início da expansão do ciclo econômico, quando os agentes ainda estão cautelosos; se todos os agentes a seguissem no decorrer do tempo, a fragilidade da economia será baixa.

Quando as expectativas dos agentes em relação ao ciclo econômico são mais positivas, a estrutura financeira especulativa torna-se mais comum, pois nela é possível cumprir os pagamentos dos juros dos passivos acumulados através de lucros retidos. Entretanto, o principal da dívida não é pago sem assumir novas dívidas, sendo necessário o refinanciamento: “Uma unidade financeira especulativa possui um patrimônio líquido positivo, mesmo que em alguns períodos de curto prazo os compromissos excedam os fluxos de caixa das operações” (MINSKY, 1976, p. 10). Há o risco de o agente não encontrar financiador que aceite renegociar as dívidas, além do valor dos ativos da carteira cair devido ao aumento da taxa de juros.

Na estrutura financeira *ponzi*, o fluxo de caixa esperado não consegue pagar as obrigações, nem mesmo os juros dessas obrigações, configurando uma unidade com patrimônio líquido negativo ou excessivamente alavancado, o que leva o agente à necessidade de aumentar sua dívida para honrar compromissos com instrumentos pendentes, sendo a estrutura que caracteriza o mais alto grau de exposição ao risco de insolvência. Considerando que as unidades que se dedicam ao financiamento do tipo *hedge* estão vulneráveis apenas ao que ocorre no mercado para o seu produto, as unidades que se envolvem em financiamento especulativo, ou *ponzi*, também estão vulneráveis a mudanças nos mercados financeiros (MINSKY, 1976).

Conforme o ciclo econômico segue na fase expansiva, as unidades financeiras migram, endogenamente, da estrutura *hedge* para a especulativa e *ponzi*, em busca de lucros potenciais. Uma estrutura financeira inicialmente robusta leva a outra estrutura frágil com o passar do tempo. Lavoie (2011) cunhou as consequências desse movimento com o termo “paradoxo da tranquilidade”, em que, nos momentos de crescimento, as firmas e famílias alavancam seu patrimônio, gerando estruturas mais frágeis financeiramente e suscetíveis a crises. Um período caracterizado pelo sucesso leva ao esquecimento os acontecimentos do passado de forma irracional, assumindo-se mais riscos. Os modelos de cálculo de risco que firmas do mercado financeiro utilizam, como o *Value at Risk* (VaR), consideram os anos de recessão apenas como uma observação remota frente à série de anos de crescimento, expansão do crédito, consumo e melhora dos preços dos ativos financeiros. Porém, as condições da economia podem não seguir conforme o esperado, ou seja, a estabilidade é desestabilizadora. Sobre isso, Lavoie (2011) acrescenta:

O que Minsky estava reivindicando há 30 anos parece bastante preditivo hoje: durante um período em que a economia se sai bem, mudanças na estrutura da dívida acontecem. Nas negociações entre bancos, banqueiros de investimento e empresários, a quantidade aceitável de dívida a ser usada no financiamento de vários tipos de atividades e posições aumenta (apud Minsky, 1977, p. 24). O colchão de segurança - a diferença entre as receitas adicionais esperadas de alguma nova atividade e os compromissos financeiros exigidos por essa atividade - é reduzido com o tempo. Para Minsky, a instabilidade e a *crescente fragilidade do sistema financeiro são características inerentes a uma economia capitalista não regulada* (LAVOIE, 2011, p. 20, grifo nosso).

Em uma economia vulnerável, eventos não esperados ou não comuns podem fomentar o início de crises financeiras. Partindo do princípio de que o futuro é incerto, a falência de uma grande empresa ou banco, de forma repentina, por exemplo, contrapõe a visão otimista do futuro construída durante a fase de crescimento do ciclo, que passará por uma revisão. A reversão de expectativas, em que as instituições se tornam insolventes e o mercado de crédito mostra-se ilíquido, é denominado de Momento Minsky³⁰. Na visão de Minsky, as crises financeiras levam a uma crescente

³⁰ Na crise do *subprime*, de 2007-2008, grande parte da literatura atribui o Momento Minsky à liquidação do Banco Bear Stearns em março de 2008, ou à quebra do Lehman Brothers em setembro do mesmo ano. Nessa interpretação, o Momento Minsky consiste em um evento estático, um ponto de inflexão nas expectativas dos agentes. Kregel (2010) apresenta uma interpretação regulatória, e o Momento Minsky embasa-se no processo cumulativo de mudanças estruturais, em que desregulamentações geram fragilidade financeira que culminam em crises.

falta de iniciativa dos agentes em financiar novos investimentos. O declínio dos investimentos gera retração nos lucros, o que piora as condições de pagamentos de dívidas; nesse ponto, existe a possibilidade de ocorrer uma deflação da dívida. Minsky (1982) utiliza a teoria dos nove passos³¹, de Irving Fisher (1933), como base para apresentar uma explicação mais completa desse fenômeno. Na teoria de Fisher (1933), a deflação da dívida parte da ideia de que recessões ou depressões econômicas geram aumentos nos níveis das dívidas em valor real por conta da deflação. Minsky (1981) acrescenta uma propriedade sistêmica nesse movimento, em que uma “dívida suportável” transformar-se-á em “superendividamento”, o que reflete o grau de fragilidade da economia. A taxa de juros pode desempenhar o papel de evento inesperado, conforme Minsky (1981) explica:

[...] se a dívida é de curto prazo, um aumento nas taxas de juros leva a um aumento nos pagamentos devidos, mesmo que um aumento nas taxas longas reduza o valor dos ativos financeiros e de capital em longo prazo. As margens de segurança mencionadas por Keynes são um excesso de recebimentos em dinheiro sobre compromissos de pagamento em dinheiro, um excedente do valor dos ativos sobre os passivos e posse de dinheiro e outros ativos líquidos. Um aumento nas taxas de juros leva a uma diminuição no excesso de recebimentos de dinheiro sobre pagamentos em dinheiro e no valor dos ativos sobre passivos, mesmo que induza um acúmulo de dinheiro ou ativos líquidos (MINSKY, 1981, p. 382-383).

Para pagar compromissos contratuais, a venda de ativos pode ser a única solução viável em situações em que o pagamento não pode ser realizado através dos lucros operacionais obtidos da atividade nem pela tomada de novas dívidas. Com isso, os requisitos impostos pela estrutura da dívida levam a uma queda nos preços dos ativos, que pode ser tão grande ao ponto de não cobrir o total devido: “Quando isso acontece, a insolvência generalizada resulta da falta de liquidez sistêmica” (MINSKY, 1981, p. 384). A queda dos preços das ações foi objeto de estudo por Minsky, segundo o qual se pode estabelecer uma relação entre um *crash* no mercado acionário e um processo de deflação de dívida. Minsky (1963) argumenta que a queda acentuada dos preços das ações leva a uma redução da renda nacional, pois o consumo cai com a redução do patrimônio líquido das famílias. Além disso, novas emissões de títulos de

³¹ 1) Liquidação da dívida e venda por desespero; 2) Contração da oferta monetária, pois empréstimos bancários são pagos; 3) Queda nos preços dos ativos; 4) Queda no patrimônio líquido das empresas, precipitando falências; 5) Queda nos lucros; 6) Redução do produto, comércio e emprego; 7) Pessimismo e perda de confiança; 8) Acumulação de dinheiro e 9) Queda nos juros nominais, e aumento dos juros ajustado pela deflação.

dívida ou ações pelas empresas também são retraídas, pois passa a ser mais custoso financiá-las, o que diminui os investimentos em negócios produtivos. Se a queda da renda levará a um processo de deflação da dívida, dependerá da razão renda-dívida das famílias e das empresas.

Portanto, a queda de preços, para Minsky (1963), acontece tanto na taxa de inflação, como na teoria de Fisher (1933), quanto nos preços dos ativos financeiros. A queda do valor dos ativos inicia o processo de deflação da dívida e diminui as margens de segurança, o que leva a mais vendas de ativos, mais quedas e frustração no objetivo de pagar dívidas aos credores. Para Minsky, esses dois sistemas de preços são característicos das economias capitalistas: há um sistema proveniente da produção corrente, que inclui investimentos, consumo, gasto do governo, exportações e importações. Esse sistema é chamado de “carregador de lucros” e consiste em validar o endividamento; o outro sistema de preços de ativos financeiros impacta diretamente nos investimentos ao representar uma decisão sobre a estrutura de ativos e passivos (KREGEL, 1992).

Minsky discorre também sobre o papel influente das inovações financeiras nas condições da economia. Nos períodos de expansão, instituições financeiras inventam e reinventam "novas" formas de dinheiro, substituindo dinheiro em carteiras e técnicas de financiamento para vários tipos de atividades: a inovação financeira é uma característica da economia em bons momentos (MINSKY, 1986). O termo inovação geralmente conota algo bom e evolutivo, porém os agentes do mercado financeiro criam e utilizam as inovações para driblar as barreiras regulatórias pré-existentes. Kane (1988) captura essa ideia ao apresentar a “dialética regulatória”, em que desregulamentações são respostas endógenas das firmas financeiras através de inovações para driblar o aparato regulatório. A dialética consiste, inicialmente, na regulação, depois na evasão pelas firmas e, finalmente, por novas rodadas de regulações. Magnuson (2018) explica a natureza das manias especulativas criadas com instrumentos financeiros:

O padrão começa com um instrumento financeiro - um título ou derivativo - que é relativamente líquido e captura o interesse de especuladores que começam a comprar com antecedência para revender facilmente com lucro. Manias especulativas gerais ocorrem em mercados de alta liquidez, nos quais os agentes podem converter dinheiro em um instrumento e voltar ao dinheiro rapidamente. [...] se o objeto da especulação for suficientemente difundido, atrairá a atenção de uma população maior de especuladores e começará a afastar o dinheiro de outros instrumentos. Minsky chamou isso de

"deslocamento", pois o dinheiro começa a passar de um instrumento para outro. À medida que mais pessoas ou investidores institucionais comprarem o instrumento, o preço começará a subir. Esse processo pode ser sobrecarregado com crédito bancário e negociação alavancada. Uma vez que o deslocamento ocorre [...], não é incomum os especuladores alavancarem suas compras desses instrumentos com dinheiro emprestado. [...] O preço do instrumento aumenta ainda mais, pois está sendo perseguido com dinheiro emprestado. Eventualmente, um *boom* especulativo estará no caminho e fará com que os preços se transformem em bolhas (MAGNUSON, 2018, p. 175).

Como já citado, nos pilares da HIF, turbulências podem assumir a forma de bolhas especulativas que expõem o grau de fragilidade financeira da economia. Elas tendem a induzir ganhos de capital, além do aumento de investimentos e lucros. Assim, a economia tentará expandir-se além de qualquer estado de pleno emprego tranquilo (MINSKY, 1986). As inovações financeiras são elementos que, inevitavelmente, levam à evolução de estruturas financeiras mais frágeis, mesmo que elas possibilitem maior liquidez e diversificação dos portfólios.

3.2.2 *Big Government e Big Bank*

Para controlar a natureza instável das economias capitalistas dinâmicas, Minsky (1986) enfatizou a importância de o governo criar instituições amenizadoras que atuem nesse sentido. As duas principais foram o *Big Government* (Governo Central) e o *Big Bank* (Banco Central). O primeiro, através do déficit governamental, possui função macroeconômica contracíclica ao manter o fluxo de renda e emprego através do multiplicador keynesiano. A estabilidade macroeconômica é rastreada através da política monetária e fiscal, pois, como visto, Minsky parte do pressuposto de que a economia norte-americana é guiada pelas finanças, num modelo de "Wall Street" inerentemente instável. O *Big Government* também gera efeitos no fluxo de caixa para que as pessoas possam manter dívidas pagáveis, como, por exemplo, durante uma recessão, quando o desemprego aumenta e o seguro-desemprego, ou um auxílio emergencial, manteria os fluxos de caixa constantes ou não muito menores. Um impacto nos portfólios ocorre quando o governo decide emitir mais títulos para drenar o seu déficit gerador de excesso de dinheiro líquido no sistema; ao comprar esses títulos, o setor privado manterá ativos seguros no portfólio. Para Minsky, somente o *Big Government* não é suficiente para gerar estabilidade, sendo necessária outra instituição que mitigue o efeito contágio decorrente da falência de uma grande

empresa ou de um grande banco, devido à conectividade dos seus balanços, por exemplo.

O *Big Bank* atua como prestador de última instância. Ao emprestar para instituições financeiras ilíquidas, o *Big Bank* abranda o risco sistêmico, evitando sua falência e o efeito contágio na economia. Ele possui a habilidade de conceder crédito para firmas financeiras, fornecendo a liquidez necessária para atender as necessidades dos fluxos de caixa. O *Big Bank* funciona também como instituição preventiva, ao evitar exageros nos momentos de euforia e regulando as instituições a não migrar de posições financeiras *hedge* para *ponzi*, o que credencia o *Big Bank* a ser o principal agente capaz de deter o processo de deflação da dívida e o surgimento de bolhas financeiras. Assim, Minsky (1986) resume sua ideia:

Enquanto o *Big Government* age sobre a demanda agregada e os fluxos financeiros, o prestador de última instância age sobre o valor da estrutura herdada dos ativos na recomposição dos portfólios. Esses esforços conjuntos de estabilização são necessários para conter e/ou reverter um declínio da renda associado aos traumas financeiros, como os ocorridos em 1974-75 (e em 1969-70 e 1981-82) (MINSKY, 1986, p. 43-44).

A abordagem sistêmica que Minsky apresenta para estudar as economias capitalistas condiz com suas observações acerca do *Big Government* e do *Big Bank*, pois estas instituições agem para evitar e atenuar grandes colapsos na economia. O risco moral nesse tipo de função é claro, visto que os bancos e empresas podem assumir que estarão sempre garantidos pelo *Big Government* e pelo *Big Bank*, tendo seu comportamento arriscado recompensado. Pensando nisso, Minsky e Ferri (1991) reconhecem que a supervisão e a regulação adicionais são necessárias, pois mitigam a instabilidade natural das economias de mercado, interrompendo o processo endógeno e “reiniciando” a economia, colocando-a em seu estágio inicial. Se as políticas são bem sucedidas, a economia cresce, as expectativas melhoram e o ciclo recomeça. Esse ponto expõe fortemente a divergência de Minsky com as teorias neoclássicas, nas quais os mercados financeiros são estáveis ou apresentam falhas pontuais que podem ser rapidamente corrigidas.

3.2.3 A regulação e supervisão Minskyana

Minsky e Ferri (1991) criticam o *mainstream* ao afirmar que mudanças técnicas, inovações, ativos de capital, comportamento institucional e relações de financiamento em constante evolução são aspectos da economia que foram ignorados pelo teorema do equilíbrio competitivo, do qual a ideia do “Ótimo de Pareto” deriva. Quando esses elementos não são levados em consideração, os modelos de regulação não relacionam elementos do passado e do futuro, tornando os problemas mais difíceis de lidar e as ações políticas menos objetivas. Entretanto, quando se reconhece que interações endógenas são elementos importantes para determinar o padrão dinâmico das economias capitalistas, a regulação atua através de Sistemas Limitadores (*Thwarting Systems*), ou seja, instituições e agências do governo impedem a tendência instável da economia, agindo através de uma interpretação do comportamento dos agentes endógenos. Essa interpretação deve ser constantemente revista, conforme Minsky e Ferri (1991) explicam:

À medida que os agentes aprendem os efeitos de restrições, instituições e intervenções, eles modificam seu comportamento, e isso altera o efeito sistêmico das intervenções. Um sistema de intervenção implantado em um ambiente pode ser eficaz por um tempo, mas, à medida que os agentes adquirem conhecimento de como isso afeta seus resultados, eles adaptam seu comportamento e isso altera a eficácia das intervenções. O sistema de intervenção não pode ser posto em prática de uma vez por todas. Os formuladores de políticas devem estar cientes de que sempre existem incentivos para evitar as intervenções e devem ajustar suas regulações de acordo (MINSKY; FERRI, 1991, p. 22).

Os autores reconhecem que as instituições criadas após a Grande Depressão obtiveram sucesso³² durante décadas ao estabilizar o sistema financeiro dos EUA, pois ocorreram crises financeiras entre as reformas da década de 1930 e a história recente, mas nenhuma delas levou a uma grande e profunda recessão (MINSKY, 1992). Entretanto, não há motivos para acreditar que os desenvolvedores das instituições introduzidas nas reformas tinham “conhecimento profundo do potencial perverso das economias capitalistas dinâmicas” (MINSKY; FERRI, 1991, p. 24).

Com o passar dos anos, Minsky foi adicionando elementos nas suas observações acerca da regulação financeira dos EUA. As principais reivindicações em relação à regulação do sistema financeiro é que esta resulte em mecanismos seguros de pagamento. Além disso, a taxa de juros para o desenvolvimento do estoque de

³² Minsky ressalta que esse sucesso é transitório, visto que a regulação não conseguiu acompanhar mudanças nos mercados financeiros a partir da década de 1970.

capital da economia norte-americana deve ser acessível, e a taxa de crescimento econômico deve ser considerada aceitável, sendo acompanhada por uma inflação tolerável (MINSKY, 1994).

Mesmo antes da revogação da *Glass-Steagall Act* em 1999, Minsky (1992) demonstrava preocupação com um sistema financeiro muito concentrado, que fugia das suas reivindicações principais. Estruturas financeiras complexas e interligadas transformaram os bancos em meros agentes que não se preocupam de onde o dinheiro vem e qual projeto financia. Portanto, Minsky (1992) pensava que a descentralização seria algo necessário para reintroduzir o ceticismo exigido na atividade bancária. Minsky (1994) acreditava que uma agência regulatória unificada, além do *Big Government* e do *Big Bank*, seria uma boa alternativa:

Essas observações implicam que uma autoridade regulatória e supervisora unificada para bancos e o sistema financeiro seja uma coisa boa. Essa nova autoridade, no qual irá substituir as autoridades atuais complexas, deve ser sensível à característica evolucionária de nossa economia e estrutura financeira, além de ser independente de interesses particulares dos elementos constituídos da existência e contínua mudança do sistema bancário e financeiro: uma autoridade que domine inteiramente o sistema financeiro não se verá defendendo interesses empossados na estrutura financeira (MINSKY, 1994, p. 2-3).

Por trás dessa perspectiva, Minsky (1994) teceu críticas às desregulamentações dos anos de 1980. Destaca-se a crise das S&Ls³³, na qual a FSLIC ficou enfraquecida e incapaz de evitar o colapso do setor, e “a deterioração sistemática dos padrões de subscrição ocorreu quando as S&Ls [...] foram permitidas a adquirir carteiras de títulos com graus de não investimento” (MINSKY, 1994, p. 12). A atuação do FED é alvo de outra crítica de Minsky, nesse caso, pela política monetária anti-inflacionária adotada, pois deteriorava as condições de liquidez das instituições de poupança. Minsky (1992) era contrário à política monetária que estivesse separada de qualquer preocupação com os ativos adquiridos por bancos e outras instituições financeiras.

Em relação à SEC, Minsky (1994) considerava que existe uma linha tênue entre o campo de atuação da comissão e a regulação de produtos financeiros bancários, já que nem todos os investimentos são considerados ativos sob a lei norte-americana. Portanto, inúmeros produtos bancários estão na jurisprudência dos reguladores

³³ Ver seção 2.2.2, *Garn-St. Germain Act* (1982).

bancários, como o FED, a OCC e a FDIC, o que reforça a ideia de uma agência regulatória unificada, em que a divulgação das informações esteja agrupada em somente um local, independentemente de intervenções do FED. Além disso, espera-se que a agência questione a política monetária quando esta ignorar os efeitos de solvência nas instituições de seguro de depósitos. Entretanto, uma reforma do sistema regulatório baseada em modelos econômicos que subestimem os processos e determinantes de desempenho passará por um sucesso acidental e transitório.

3.3 CONSIDERAÇÕES PRELIMINARES

O capítulo trouxe duas teorias sobre finanças que justificam a presença, ou não, de regulação financeira. A reforma pós-Grande Depressão nos EUA foi uma resposta imediata ao colapso da economia, já que ela introduziu agências que passaram a regular o mercado financeiro em diferentes áreas. Apesar de não ser explícita e trivial, a regulação imposta na época seguiu a linha de correção das falhas de mercado identificadas, conforme a escola de pensamento neoclássica sugere. A abordagem sistêmica é levada em consideração, pois falências de instituições financeiras geram externalidades e maior risco de todo o sistema entrar em pânico. A assimetria de informações reforçada pela seleção adversa e o risco moral também se constituem em um forte argumento a favor da regulação financeira sob essa ótica. Na prática, pode-se observar a posição da SEC, que passou a regular o mercado de capitais, e da FDIC, que era responsável pelos depósitos e operações bancárias, por exemplo. Ambos os campos foram relevantes na Grande Depressão, pois a regulação praticamente nula permitiu um *crash* na bolsa de valores e a quebra de bancos e empresas.

Com o passar dos anos, a HME passou a influenciar o campo acadêmico e o setor financeiro norte-americano. Mesmo sem a extinção das agências criadas na década de 1930, a autorregulação programada pela ideia de eficiência dos mercados influenciou a atuação destas e abriu espaço para as desregulamentações ocorridas nas décadas de 1980 e 1990. Isso é notável pela postura do FED, que seguiu aceitando a ideia de eficiência e foi leniente com as desregulamentações, além da admissão de entidades autorreguladoras, como a FINRA. O Banco Central sob Greenspan seguiu firmemente políticas anti-inflacionárias, conforme sugere a HBCE, e não interveio no mercado financeiro. Inovações financeiras foram introduzidas sem

regulamentações, pois expandiam o horizonte dos investimentos e supostamente aumentavam a eficiência dos mercados. Em suma, a regulação financeira norte-americana no século XX baseia-se na teoria neoclássica das falhas de mercado, porém passou a ser fortemente influenciada pela HME com o passar do tempo.

Para rebater os pressupostos do *mainstream*, a abordagem pós-keynesiana das finanças, inspirada em Minsky, traz conclusões diferentes para a necessidade de regulação financeira. A economia é inerentemente instável pela estrutura de financiamento especulativa e pelo *ponzi*, adotados pelas unidades econômicas em função de tempos de crescimento da renda. Com a economia fragilizada por essas estruturas, a reversão das expectativas gera perturbações que ocorrem na forma de deflação de dívidas e bolhas especulativas, por exemplo, e o resultado são crises financeiras que impulsionam recessões, de tempos em tempos. A abordagem Minskyana vê com ceticismo a introdução de inovações financeiras, que alimentam manias especulativas que fragilizam a economia. Dada a natureza instável das economias capitalistas, Minsky crê que mercados devem ser regulados e apresenta as figuras do *Big Government* e *Big Bank* para intervir, através, respectivamente, das políticas monetária (função de prestador de última instância) e fiscal.

A ótica Minskyana não separa o modelo de regulação da percepção que os reguladores devem ter da economia real. Embora Minsky reconheça o sucesso temporário da regulação pós Grande Depressão com os “Sistemas Limitadores”, e condene as desregulamentações dos anos 1980, essa não apresentava indícios de partir de uma premissa da natureza inerentemente instável da economia. Corrigir perturbações momentâneas no sistema financeiro não resulta em mercados mais estáveis. Minsky propõe que uma agência reguladora unificada que se adapte constantemente ao sistema financeiro, sendo uma resposta condizente com a natureza da economia. Por fim, a regulação e a política monetária devem estar em sintonia para o desenvolvimento do mercado financeiro interno.

4 CRISES FINANCEIRAS, A ANÁLISE MINSKYANA E A NECESSIDADE DE UM NOVO PARADIGMA REGULATÓRIO

Este capítulo apresenta os motivos apontados pela escola pós-keynesiana para a adoção de um novo modelo de regulação financeira nos EUA, principalmente após os efeitos e a magnitude da crise de 2007-2008. Com isso, analisam-se as medidas e os diagnósticos tomados pelo governo a fim de classificar os fundamentos teóricos da regulação financeira praticada após a crise, com a tentativa de reforma do setor com a *Dodd-Frank Act* (2010) e a nova política do FED para, posteriormente, verificar se houve uma aproximação com a abordagem Minskyana já mencionada.

4.1 PODE A HIF MINSKYANA EMBASAR A REGULAÇÃO FINANCEIRA?

A HIF de Minsky reemergiu no debate econômico após a eclosão da crise financeira do *subprime*. Diversos trabalhos, artigos e relatórios passaram a citar Minsky, visto que a HIF descreveu com precisão os eventos que resultaram na crise financeira, pois os bancos tomaram risco excessivo com operações envolvendo instrumentos financeiros, após décadas de tranquilidade e crescimento, operaram em estruturas financeiras especulativas e *ponzi* e inflaram uma bolha financeira lastreada em títulos hipotecários, que posteriormente estourou e gerou pânico em todo o sistema financeiro, tudo sob um ambiente pouco regulado. Entre 2008 e 2009, a economia e os mercados financeiros colapsaram em todo o mundo: o mercado de ações caiu 42% nos EUA, 35% na Europa e até 50% em países latino-americanos. O PIB global retraiu 0,8%, sendo a primeira recessão em décadas, e o comércio internacional declinou 12% (ARCHARYA; RICHARDSON, 2012). Outros motivos que contribuíram para a profundidade da crise também podem ser citados, além da teoria de Minsky, como o perverso sistema guiado por bônus e compensações por transações financeiras e a integração financeira global (CROTTY, 2011). Frente a esse cenário, uma reforma da regulação financeira ficou evidente e medidas deveriam ser tomadas.

Kregel (2014) aponta que a abordagem Minskyana de regulação é “macroprudencial dinâmica”³⁴, pois não somente leva em consideração a questão sistêmica, mas também reflete um mecanismo teórico e institucional. Nessa visão, um grande erro cometido foi permitir a revogação da *Glass-Steagall Act* em 1999 sem o acompanhamento do aparato regulatório sobre os grandes conglomerados financeiros, por exemplo. Além disso, evidenciou-se que o FED ignorou os mecanismos de securitização de hipotecas *subprime* e o papel dos contratos derivativos de risco de crédito (*credit default swaps*) nas relações entre bancos e outras instituições que operam nesse mercado. De modo geral, pode-se entender que a regulação macroprudencial deseja supervisionar e regular o sistema financeiro de forma conjunta, com o objetivo de evitar o risco sistêmico. Por ter caráter dinâmico, compreendendo o funcionamento do sistema financeiro, a perspectiva Minskyana deve ser levada em consideração para a formulação de políticas regulatórias.

4.2 REAÇÕES À CRISE: *DODD-FRANK ACT*, RESGATES E FALHAS DE MERCADO

Esta seção busca sintetizar as principais medidas do governo dos EUA em resposta à crise financeira, passando pela atuação do Congresso, do Tesouro e do FED.

4.2.1 Principais medidas da *Dodd-Frank Act* (2010)

Em resposta à crise financeira, a *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, aprovada em 2010, surgiu como a maior lei de regulação financeira nos EUA desde a década de 1930. Regulações adicionais ao sistema financeiro foram impostas, conforme Glass (2019) explica:

A *Dodd-Frank* acrescentou controles mais rígidos sobre os montantes de alavancagem que os bancos poderiam assumir e também aumentou as exigências de capital, especialmente para as maiores instituições financeiras. Além disso, os maiores bancos, como JP Morgan Chase, Wells Fargo e Bank of America, agora são obrigados a passar por “testes de estresse” para garantir que possam resistir a um forte choque econômico. Esses testes

³⁴ O dinamismo consiste no papel da regulação, que deve ser móvel em relação às mudanças no sistema financeiro e integrado com outras políticas do governo. Esse aspecto pode ser mais bem observado em Minsky (1994).

podem influenciar quanto capital um banco pode retornar aos acionistas [...] Outra grande melhoria no projeto de lei foi o aumento das regulações ao mercado de derivativos. Maior transparência aos mercados de balcão (OTC) é muito importante para que os reguladores possam identificar melhor as bolhas perigosas nos mercados financeiros antes que contaminem a saúde geral da economia (GLASS, 2019, p. 12-13).

A *Dodd-Frank* assumiu que é papel da regulação estabelecer critérios para identificação do risco sistêmico em instituições bancárias e não bancárias para ser capaz de adotar medidas preventivas. Com isso, procura-se mapear o sistema financeiro e antecipar crises futuras. As SIFIs³⁵ (instituições financeiras sistemicamente importantes) surgiram como uma nova designação, determinadas por uma nova secretaria ligada ao Tesouro, o *Office of Financial Research* (OFR – Escritório de Pesquisa Financeira) em conjunto com o *Financial Stability Oversight Council* (FSOC – Conselho de Supervisão da Estabilidade Financeira), que têm o poder de regular as SIFIs. A lei passou a exigir índices mínimos de capital, ponderado pelo risco, sobre o total de ativos sob custódia das SIFIs que são seguradas pela FDIC; ficou determinado que as SIFIs devessem ter uma relação patrimônio/dívida não mais do que 15 para 1 (taxa de alavancagem de 6,5%) (ARCHARYA; RICHARDSON, 2012).

Em complemento, a *Dodd-Frank Act* apresentou a *Volcker Rule* (Regra Volcker), inspirada na recomendação do ex-presidente do FED Paul Volcker, em que bancos podem envolver-se em atividades bancárias comerciais e de investimento, mas não em atividades não bancárias, como negociação de ativos financeiros com o capital próprio (em vez de apenas obter receitas com comissões das operações dos clientes), especulação com *commodities* e gestão de fundos *hedge* e de *private equity*. O não envolvimento com atividades meramente especulativas permite aos bancos ficarem menos expostos ao risco sistêmico³⁶.

A *Dodd-Frank* incluiu novas restrições à estrutura do setor financeiro. Em primeiro lugar, estabeleceu a proibição de fusões e aquisições de empresas financeiras (instituições depositárias, empresas financeiras não bancárias

³⁵ *Systemically important financial institution*. Na *Dodd-Frank*, bancos com mais de U\$D 50 bilhões em ativos são automaticamente classificados como SIFIs. Para outras instituições, são analisados alguns fatores para a classificação, como interconectividade, alavancagem e risco de liquidez.

³⁶ A *Volcker Rule* vem sendo desfeita aos poucos pelo governo dos EUA. Em 2020, estuda-se, por parte das agências reguladoras (FDIC, SEC, OCC), a permissão de certos investimentos bancários através de fundos e relaxamento nas restrições de negociações com o capital próprio. Disponível em: <https://www.sec.gov/news/press-release/2020-143>. Acesso em: 03 out. 2020.

supervisionadas pelo FED e bancos estrangeiros dos EUA), em que os passivos da empresa resultantes excedem 10% do passivo agregado de todas as empresas financeiras dos EUA. O limite anterior de 10% aplicava-se apenas a empresas bancárias e depósitos de instituições depositárias seguradas. A lei também adiciona um novo elemento à revisão da fusão: a partir da *Dodd-Frank*, o FED, além de adotar uma postura antitruste, exige que se leve em consideração até que ponto uma proposta de aquisição, fusão ou consolidação resultaria em riscos maiores ou mais concentrados para a estabilidade do sistema bancário ou financeiro dos EUA. Assim, o FED, agora, avalia a ameaça sistêmica e, possivelmente, os efeitos competitivos relacionados às combinações que criam ou aumentam o tamanho das empresas bancárias *too big to fail* (grande demais para quebrar), algo que nunca fez antes. Nos objetivos centrais da *Dodd-Frank Act*, consta o fim dessas instituições, para que os pagadores de impostos não arquem mais com grandes resgates oriundos da irresponsabilidade das instituições privadas.

Os derivativos de crédito e negociações no mercado de balcão (OTC) também foram alvo da *Dodd-Frank*. Ficou estabelecido que estes fossem consolidados em câmaras de liquidação e custódia para maior transparência, conforme Coelho (2014) explica:

De acordo com a nova lei, a câmara passa a ser a contraparte central que garante todos os contratos de derivativos nela registrados, para que o investidor, a empresa ou o banco que realizou a operação de *swap* não se preocupem em caso de inadimplência da contraparte, cabendo a esta câmara garantir a liquidação financeira da operação e os respectivos reembolsos financeiros ou pagamento à respectiva contraparte (COELHO, 2014, p. 10).

O mercado de derivativos foi peça central no contexto da crise financeira e, portanto, procurou-se dar mais atenção a esses instrumentos financeiros. De acordo com Martins (2020),

O ato estabeleceu uma divisão de trabalho entre os reguladores americanos, ficando a cargo da CFTC a regulação dos derivativos em geral, denominados *swaps*, e a cargo da SEC a regulação dos derivativos cujos ativos subjacentes são valores mobiliários (como, por exemplo, ações), os *security-based swaps*. Foram definidas as figuras dos *swapdealers* (*security-based swap dealers*) e *major swap participants* (*major security-based swap participants*), isto é, das instituições cujo volume de operações é significativo no mercado – ou, numa terminologia mais moderna, sistemicamente importantes. Cabe notar, o conceito de *major swap participants* abarca inclusive instituições não financeiras, mas que atuam cotidianamente nesses mercados (MARTINS, 2020, p. 23).

Além disso, a lei introduz uma série de reformas para as práticas de empréstimos hipotecários, requisitos de divulgação para os fundos *hedge*, resolução de conflitos em agências de classificação, requisitos para securitização (retenção de, ao menos, 5% do valor dos ativos securitizados nos balanços dos emissores, a fim de reduzir o risco moral e tornar o processo de securitização mais confiável), restrições na tomada de risco por fundos de investimento, opinião dos acionistas sobre o pagamento e governança, entre outros.

4.2.2 Os resgates de 2008, o *too big to fail* e a atuação do FED

No auge da crise, antes da aprovação da *Dodd-Frank*, o tesouro norte-americano e o FED intervieram fortemente para evitar problemas maiores decorrentes do risco sistêmico. O governo atuou como formador de mercado de última instância ao interferir em grandes bancos e em outras instituições financeiras. O governo não foi capaz de resgatar todas as grandes instituições envolvidas na crise do *subprime*, conforme Fratianni e Marchionne (2010) sintetizam em uma breve linha do tempo:

A quebra do Lehman Brothers em 15 de setembro foi o ponto alto da crise financeira [...]No dia seguinte, a AIG, a enorme seguradora internacional, foi resgatada pelo Tesouro dos EUA. Em 19 de setembro, o Tesouro dos EUA anunciou um programa de garantia temporária de até US\$ 50 bilhões para fundos mútuos do mercado monetário. Em 26 de setembro, o FDIC encerrou as atividades do Washington Mutual, tornando-se a maior falência bancária até hoje (FRATIANNI; MARCHIONNE, 2010, p. 8-9).

O movimento mais marcante do governo na época foi o resgate de bancos e outras empresas, avaliado, inicialmente, em US\$700 bilhões, através do programa TARP³⁷, que autorizou o governo a comprar ativos ilíquidos com esse montante, provendo, principalmente, liquidez aos bancos. Os chamados *shadowbanks*³⁸, conhecidos como sistema bancário paralelo, também representavam grande parcela

³⁷ O *Troubled Asset Relief Program* (Programa de Alívio de Ativos Problemáticos) foi idealizado pelo Tesouro. Posteriormente, a *Dodd-Frank Act* diminuiu o montante a ser gasto para US\$ 475 bilhões. Ao comprar títulos e ações de bancos, o governo estabilizou o mercado de crédito, dentro outros. Disponível em: <https://www.treasury.gov/initiatives/financial-stability/TARP-Programs/Pages/default.aspx>. Acesso em: 21 ago. 2020.

³⁸ São agentes do *shadow banking* bancos de investimentos, *hedge funds*, fundos de investimentos, fundos de *private equity*, fundos de pensão e seguradoras. Essas instituições, sujeitas a pouca regulação, fornecem crédito em todo o sistema financeiro global sem as mesmas condições e garantias do sistema bancário tradicional. O secretário do Tesouro na época, Henry Paulson, conduziu o resgate de alguns destes agentes sem recorrer ao FDIC (FERGUSON; JOHNSON, 2009). Essas instituições participam do mercado de securitização, um dos pivôs da crise.

do risco sistêmico, e logo parte das instituições desse sistema também foram ajudadas. A partir desse movimento, o governo admite que existam empresas “grandes demais para quebrar”, devido à sua importância sistêmica.

No campo da política monetária, o FED, inicialmente, durante a crise financeira, agiu através de cortes graduais da taxa de juros, chegando ao patamar de 0,25% a.a. em dezembro de 2008. Os cortes não apresentaram efeitos durante um ano, pois o baixo nível de confiança entre as instituições contraiu o nível dos empréstimos interbancários, o que gerou não somente um problema de liquidez, mas também de insolvência (TROPEANO, 2012). O FED foi obrigado a tomar outras medidas, conforme assinala Tropeano (2012):

Do final de 2008 a 2009, o FED esteve engajado em uma política chamada “*quantitative easing*” (QE). Como a taxa de juros atingiu seu limite mínimo de zero, o FED planejou e introduziu operações de mercado [...]. No final de 2009, começou a comprar títulos do Tesouro de longo prazo em grandes quantidades para reduzir também as taxas de juros de longo prazo. [...] o *Federal Reserve* agora tem em seu balanço um total de cerca de US\$ 1,8 trilhão em títulos do tesouro e títulos lastreados em hipotecas (TROPEANO, 2012, p. 230-231).

A política monetária perseguida pelo FED como resposta à crise financeira visou ao aumento da oferta de moeda e crédito. Essa medida mais agressiva do FED (QE) foi ressaltada e efetivada pelo presidente da instituição na época, Ben Bernanke. A medida seguiu nos anos pós-crise com a compra de vários tipos de ativos, inclusive de longo prazo, de instituições financeiras, o que provocou uma grande expansão do balanço do FED.

4.2.3 Medidas pós-crise e falhas de mercado

Archarya e Richardson (2012) argumentam que a teoria da regulação convencional, baseada na abordagem neoclássica, é clara no sentido de que o governo deve intervir somente quando há uma falha de mercado identificada. No caso da crise do *subprime*, a falha reconhecida pelos formuladores de políticas foi a negligência do risco sistêmico excessivo frente às operações financeiras arriscadas e realizadas durante anos pelo sistema financeiro, o que levou a externalidades negativas em toda a economia global. Em um ambiente de baixo capital agregado disponível decorrente de uma crise, as firmas financeiras podem vender seus ativos

para se capitalizarem e reduzir os empréstimos a outras instituições, famílias e empresas, contaminando negativamente toda a economia, como explicam os autores:

Essa externalidade negativa leva a uma falha de mercado em que os bancos optam por ser inadequadamente capitalizados contra os riscos agregados de seus ativos e passivos, e implica que os mercados privados não resolverão por si próprios de forma eficiente o problema do risco sistêmico excessivo. Portanto, a intervenção regulatória de forma adequada é justificada (ARCHARYA; RICHARDSON, 2012, p. 4).

Em relação à *Dodd-Frank Act*, Archarya e Richardson (2012) apresentam uma linha de raciocínio convergente entre as medidas da lei e a teoria das falhas de mercado:

[...] a Lei *Dodd-Frank* pode ser vista como uma abordagem sensata para mitigar o risco moral e prevenir o aumento do risco sistêmico em instituições bancárias e SIFIs quando essas empresas se enquadram na rede de segurança do governo. Não diferente da Lei Bancária de 1933, a Lei *Dodd-Frank* permite que os reguladores acionem duas alavancas importantes para lidar com essas falhas de mercado [...] (a) várias formas de regulação de capital na forma de requisitos de capital aprimorados, especialmente para SIFIs, e (b) restrições ao risco de ativos na forma da Regra Volcker (ARCHARYA; RICHARDSON, 2012, p. 6).

As novas restrições a fusões entre firmas e requisitos de capital mais restrito procuram mitigar o risco sistêmico e o efeito contágio. Adicionalmente, ao objetivar o fim das instituições *too big to fail*, a *Dodd-Frank* criou regras para limitar os empréstimos emergenciais do governo e, com isso, procurou incrementar a responsabilidade das instituições financeiras, quando estas se envolvem em operações arriscadas, além de evitar externalidades negativas. Em relação à Regra Volcker, esta reconhece que os conglomerados financeiros podem não compreender totalmente os efeitos sistêmicos de investimentos arrojados e complexos. Portanto, a regra visa à correção das informações assimétricas em decisões desse tipo. Com isso, “as instituições são menos propensas a falhar e externar custos sistêmicos” (SCHWARCZ, 2013, p. 1822). Assim, essas medidas que procuram limitar alguns pontos de atuação do sistema financeiro e internalizar o custo de seu comportamento também seguem a lógica das falhas de mercado.

A lei é complexa e tenta ser abrangente, dadas as falhas regulatórias destacadas pela crise financeira de 2007–2008. Entretanto, ela deixou lacunas importantes, pois avalia instituição por instituição em vez do sistema financeiro como

um todo (ARCHARYA; RICHARDSON, 2012). Assim, órgãos especializados foram criados, o que reforça uma segmentação funcional entre os setores do sistema financeiro, e um exemplo disso é a distinção regulatória entre instituições consideradas sistemicamente importantes (SIFIs) e as demais. Nesse sentido, a *Dodd-Frank Act* segue a mesma fundamentação teórica das regulações dos anos de 1930.

Com relação ao FED, evidenciou-se, na época, que a eficácia das políticas monetárias convencionais havia se esgotado, tornando-as insuficientes para o reestabelecimento da estabilidade nos mercados financeiros. A QE pode ser considerada uma coordenação pragmática dos formuladores de política econômica dos EUA, visto que, até então, o principal instrumento utilizado pelo Banco Central era a manipulação da taxa de juros de curto prazo, sendo necessário integrar novas políticas para enfrentar o caos financeiro. Em relação aos objetivos da QE, Bernanke (2012) explica que a compra de ativos em grande escala influenciaram positivamente as condições financeiras e a economia em geral, pois sinalizam que o banco central pretende induzir as expectativas dos investidores em relação à trajetória de baixa da curva de juros, pressionando as taxas longas para baixo, em termos reais. Com isso, visa-se a aumentar a confiança das famílias e das empresas, diminuindo o risco de deflação. Sobre a estabilidade do sistema financeiro, o FED expandiu substancialmente seu monitoramento do sistema financeiro e modificou sua abordagem de supervisão, assumindo uma postura de perspectiva sistêmica da economia. Portanto, a QE não chega a consumir uma resposta a uma falha de mercado identificada, como as principais medidas da *Dodd-Frank*, mas consiste em uma ferramenta adicional de política monetária mais potente frente às necessidades de estabilização do sistema financeiro.

4.3 ANÁLISES DAS MEDIDAS PÓS-CRISE COM BASE NA ABORDAGEM MINSKYANA

A abordagem Minskyana da regulação, conforme explorado nas seções 3.2.2 e 3.2.3, pode ser sintetizada pelos seguintes pontos: i) agência reguladora unificada “macroprudencial”; ii) mais regulações sobre instrumentos e inovações financeiras que causam bolhas especulativas; iii) combate à concentração bancária; e iv) atuação do *Big Government* e *Big Bank*. Essas premissas devem ter caráter dinâmico e estarem

conscientes da instabilidade inerente à economia, com base na HIF, o que buscará evitar novas crises financeiras. É a partir dessas premissas Minskyanas que é avaliada a resposta institucional do governo dos EUA quanto ao escopo teórico das medidas pós-crise.

4.3.1 Regulação macroprudencial dinâmica

As medidas pós-crise não incorporaram uma reforma nas agências reguladoras existentes nos EUA, o que, na visão Minskyana, consiste na concentração da regulação financeira nacional em uma agência unificada. Contrário a isso, a *Dodd-Frank* criou ainda mais ramificações dentro dos chamados Sistemas Limitadores de Minsky e Ferri (1991), como o FSOC e o OFR, que identificam e regulam, individualmente, as instituições financeiras sistemicamente importantes (SIFIs). Essa medida parte do pressuposto que as instituições podem se tornar sistemicamente importantes no decorrer do tempo, conforme critérios preestabelecidos, como tamanho e escala das operações financeiras, natureza e propriedade dos ativos, além da interconectividade entre balanços. Para Minsky, a natureza do risco sistêmico é endógena ao sistema financeiro, e não incorporado de maneira exógena às instituições, o que é resultado da evolução desse mesmo sistema, intencionando superar mudanças regulatórias preexistentes. Portanto, a criação de novas diretorias nas agências reguladoras não converge com a abordagem Minskyana de risco sistêmico e simplificação do aparato regulatório.

Essa lógica aplica-se também aos novos requerimentos mínimos de capital ponderados pelo risco às SIFIs, introduzidos pela *Dodd-Frank*; essas exigências medem o risco de maneira individual das instituições e não de forma agregada³⁹. A ideia de impor requerimentos de capital adicionais implica outro aspecto da teoria de Minsky, que é a criação de incentivos para bancos gerarem ativos e novos métodos para competir com instituições não bancárias. Kregel (2014) afirma que os limites de alavancagem bruta podem dar aos bancos margens maiores para amortecer perdas sem risco de insolvência, embora crie um forte incentivo para encontrarem maneiras

³⁹ Kregel (2014) afirma que uma maneira apropriada de determinar os índices adequados de liquidez e capital seja estabelecer uma razão entre o crescimento dos ativos sob custódia das instituições e o crescimento do PIB nominal.

de desviar do aparato regulatório, aumentar a alavancagem e reduzir os requerimentos de capital por meio de inovações. Kregel (2014) complementa que:

Embora a requisição de índices mínimos de liquidez e capital seja uma melhoria em relação à abordagem anterior baseada em risco, tais metas de proporção não são regulações macroprudenciais no sentido de Minsky. Da mesma forma, os testes de estresse das posições de capital dos bancos são aplicados individualmente, em vez de uma interação sistêmica (KREGEL, 2014, p. 236).

Em relação à Regra Volcker, Morgan e Sheehan (2015) afirmam que a regra é limitada, pois os bancos ainda podem ser os principais corretores de fundos *hedge*, ficando expostos a perdas quando o fundo precisar fazer chamada de margem e o banco confiscar os seus ativos. O *shadow banking* continua operando como intermediário financeiro e proliferando cadeias de dívidas, utilizando títulos securitizados como obrigações. Com relação a negociações com capital próprio, a regra não impediu que os bancos arcassem com grandes perdas dessa natureza. A definição de negociação com o capital próprio é em nome do banco para o banco, ou seja, o banco opera ativos da sua custódia e seus balanços financeiros refletem ganhou ou perdas. As negociações bancárias, entretanto, podem surgir em diferentes contextos e serem justificadas com fundamentos diferentes: ainda é permitido aos bancos tomarem posições financeiras de proteção para redução de risco, por exemplo, e isso cria um problema de ambiguidade, pois a operação de proteção também pode ser lucrativa se constituir meios de gerar receitas com operações, envolvendo produtos financeiros sofisticados.

Em relação ao dinamismo da regulação macroprudencial, a *Dodd-Frank* não integra um aparato teórico nesse sentido, pois aponta causas individuais e não agregadas para a formulação de medidas. O entendimento de como a economia norte-americana funciona, sem a concepção de fragilidade financeira, continua praticamente o mesmo do que era vigente no período pré-crise financeira para os reguladores.

4.3.2 Regulação de instrumentos financeiros

Martins (2020) parte da abordagem Minskyana de fragilidade financeira para avaliar as regulações adicionais impostas no período pós-crise sobre os derivativos

de crédito. De fato, a introdução de câmaras de liquidação e custódia que registram as operações desses instrumentos trouxe mais transparência às transações do segmento de balcão (OTC). Além disso, requerimentos de capital adicionais e margem para contratos não liquidados em câmaras criaram colchões de segurança, antes inexistentes, para esse mercado.

Do ponto de vista operacional, derivativos podem amortecer choques em unidades com posições financeiras relevantes, “porém podem originar amplificar e disseminar esses mesmos choques num contexto em que predominem unidades fragilizadas financeiramente (especulativas e *ponzi*)” (MARTINS, 2020, p. 44). Nesse sentido, as novas regulações foram insuficientes, pois não alteraram consideravelmente nenhuma das potencialidades de os derivativos operarem como instrumentos de fragilização das unidades financeiras ou de contágio; em suma, a transparência das operações não elimina a exposição ao risco. A *Dodd-Frank* não desenvolveu uma estrutura regulatória dinâmica, no sentido Minskyano, que seja adaptável ao surgimento de inovações introduzidas no mercado de precauções imediatas. A lei também não trouxe uma abordagem consciente da característica sistêmica desses instrumentos: ao serem integradas ao sistema financeiro, criam manias especulativas pela busca ao lucro e podem fragilizar unidades financeiras.

4.3.3 Concentração bancária

A literatura sobre regulação financeira aponta que a desregulamentação do setor bancário, que separava as atividades comerciais e de investimento através da *Glass-Steagall Act*, foi um grande catalisador da crise financeira. Antes mesmo da revogação da lei em 1999, houve uma diminuição do total de instituições bancárias através de fusões e aquisições e um crescimento de *holdings* bancárias, que concentravam a maior parte dos ativos do mercado. O perfil dessas instituições mudou com o passar dos anos, e a securitização e as operações no mercado de capitais passaram a compor, com maior relevância, uma parcela das receitas (DEOS; RAMOS, 2016).

A abordagem Minskyana aponta que há maior potencial de instabilidade em economias cujos sistemas financeiros são estruturados em torno de grandes conglomerados financeiros. A opacidade da avaliação da qualidade do crédito de negociações que envolvam títulos securitizados tem a capacidade de criar estruturas

financeiras mais frágeis e aumentar o risco sistêmico. Portanto, instituições *too big to fail* não deveriam existir na ótica Minskyana, e a regulação deveria ser capaz de limitar o número de funções das subsidiárias destas instituições, além dos ativos e garantias (MINSKY, 1995).

Para Deos e Ramos (2016), apesar da *Dodd-Frank* ter objetivado terminar com essas instituições, a lei não foi capaz de criar mecanismos para solucionar o problema:

[...] a solução encaminhada não foi no sentido da sua dissolução, ou da redução do seu tamanho. De fato, o sistema bancário norte-americano continuou do ponto de vista da sua estrutura, basicamente tal como se apresentava antes da eclosão da crise. Ademais, acentuou características cruciais, pois desde então as grandes *bank holdings* tornaram-se ainda maiores e mais complexas. Assim, uma primeira e importante conclusão é que não foi feita uma reforma estrutural, "Minskyana", a qual levaria a um sistema com bancos menores e menos complexos, dotados de menor poder político e econômico, mais ao "alcance" da regulação, e centrados na atividade tradicional de originar e reter créditos (DEOS; RAMOS, 2016, p. 15).

Em relação às fusões, Shull (2012) explica que:

A *Dodd-Frank* fez pouco para restringir o crescimento de grandes empresas bancárias. O novo limite de responsabilidade de 10% não reduzirá o tamanho de nenhuma das maiores empresas financeiras, nem as impedir de tirar vantagem de seu domínio existente para crescer ainda mais sem fusões. O novo fator de "risco para a estabilidade" na revisão da fusão não impede, ao que parece, a aprovação de combinações que representam uma ameaça sistêmica (SHULL, 2012, p. 8).

As novas regulações são, portanto, insuficientes para evitar novas crises financeiras oriundas de um sistema bancário concentrado, e em termos Minskyanos pode-se obter sucesso de maneira acidental e passageira, coincidindo com um período de tranquilidade temporária.

4.3.4 Atuação do *Big Government* e do *Big Bank*

A crise do *subprime* evidenciou o modelo de regulações frouxas e política monetária e fiscal em desencontro com a regulação financeira. Assim, analisa-se aqui se as medidas do governo pós-crise financeira apresentam traços da abordagem Minskyana, configuradas nas figuras do *Big Government* (Tesouro) e do *Big Bank* (FED). Wray (2010) argumenta que a crise propiciou ações de curto prazo nesse sentido, com os formuladores de políticas assumindo que a melhor maneira de lidar

com a crise era a restauração da liquidez através de empréstimos e resgates, promovendo o gasto privado com um rápido e moderado impulso fiscal. No lado do FED, a política de QE conseguiu evitar um processo de deflação da dívida, diferente da Grande Depressão⁴⁰, o que, sem dúvidas, estabilizou o sistema financeiro mais rapidamente.

Entretanto, a questão da concentração bancária mostra problemas na abordagem Minskyana de *Big Government* e *Big Bank*, adotada pelo Tesouro e pelo FED: Minsky (1986) sempre preferiu políticas que promovessem instituições financeiras de pequeno a médio porte. As perdas financeiras devem ser aceitas e os danos colaterais administrados, visando à parte "real" da economia (famílias, empresas produtivas e governos estaduais e locais) em vez do setor financeiro (WRAY, 2010). Kregel (2010) complementa esse ponto dizendo que:

Minsky teria preferido que o aumento recente das despesas orçamentárias devesse ser direcionado primeiro para famílias que enfrentam rendimentos reduzidos e uma capacidade prejudicada de cumprir seus pagamentos de hipoteca, do que diretamente aos bancos para remoção das hipotecas emparelhadas nos seus balanços patrimoniais. Essa simples abordagem reflete sua crença básica de que tanto o governo quanto o sistema financeiro existem para servir o cidadão, e não o contrário (KREGEL, 2010, p. 12).

Os resgates foram, essencialmente, sobre grandes e complexos conglomerados financeiros. Outro aspecto relacionado ao déficit fiscal do governo foi sua expansão momentânea, o que não consistiu numa política Minskyana de manutenção e criação de fluxo de renda e emprego no longo prazo. Como visto anteriormente, a teoria de Minsky não se limita ao momento de crise, pelo contrário: pela natureza intrinsecamente desestabilizadora dos eventos que caracterizam a economia, é em momentos de euforia e crescimento econômico que a regulação deve ser prudente.

Partindo de uma interpretação Minskyana, Tropeano (2012) afirma que a QE pode ser interpretada como uma política para estabilizar lucros através da função de provedor de liquidez do FED. Entretanto, a mesma crítica acerca da concentração bancária de Wray (2010), em relação à atuação do *Big Government*, pode ser dada em relação à QE e à tentativa do FED em atuar como o *Big Bank* Minskyano: a compra

⁴⁰ No caso da expansão do balanço patrimonial do FED, a política não foi momentânea e segue até os dias atuais.

de ativos e a viabilidade de liquidez imediata são feitas, majoritariamente, para grandes conglomerados financeiros.

4.4 CONSIDERAÇÕES PRELIMINARES

Este capítulo sintetiza as respostas regulatórias e os aspectos econômicos do governo dos EUA à crise financeira do *subprime*, a fim de classificá-las para, então, avaliar de forma Minskyana tais medidas. Após décadas de relativa tranquilidade, os agentes do mercado financeiro agiram com retrospectiva míope: o que aconteceu em 1929 dificilmente aconteceria novamente. Entretanto, a magnitude dos eventos de 2007-2008 foi abafada pelas respostas do Tesouro norte-americano e do FED. Além disso, o congresso tentou executar uma reforma da regulação financeira através da Dodd-Frank Act, em 2010. Viu-se que as principais medidas seguiam a lógica das falhas de mercado, dado que o risco sistêmico foi negligenciado, e medidas deveriam ter sido tomadas a fim de atenuar os impactos das informações assimétricas e as externalidades negativas.

A abordagem Minskyana não foi levada em consideração, pois a interpretação dos formuladores de políticas em relação ao funcionamento do sistema econômico não captura as premissas da escola pós-keynesiana; a crise não foi capaz de estimular a HIF como pressuposto da regulação financeira. Embora a QE e os resgates possam apresentar indícios do FED, e o Tesouro atuar como o *Big Bank* e o *Big Government Minskyanos*, essas políticas esbarram na falta de combate à concentração bancária, premissa importante ao avaliar o escopo teórico das medidas que influenciam o mercado financeiro. Nessa ótica, clarifica-se a necessidade de um novo paradigma regulatório aos EUA, passada mais de uma década do auge da crise financeira.

5 CONCLUSÃO

O objetivo do presente trabalho foi avaliar a regulação financeira pós-crise de 2007-2008 através de uma abordagem pós-keynesiana. Primeiramente, do ponto de vista histórico, procurou-se observar os principais aspectos da regulação financeira imposta após a Grande Depressão iniciada em 1929. Constatou-se que as leis e agências reguladoras criadas, sobretudo na década de 1930, trouxeram estabilidade para o sistema financeiro norte-americano por três décadas. Entretanto, a partir da década de 1970, inovações como o processo de securitização e derivativos foram introduzidos no mercado, aumentando a lucratividade dos agentes financeiros e levando a processos subsequentes de desregulamentações no setor. Nesse contexto, pode-se destacar a revogação da *Glass-Steagall Act*, que elevou a concentração e o poder de grandes conglomerados financeiros. Essa retrospectiva, como objetivo específico do trabalho, sugere que a frouxa regulação financeira criou um ambiente propício para os eventos de 2007-2008.

Outro objetivo específico do trabalho foi explorar as teorias que justificam a autorregulação (HME) e a regulação moderada dos mercados financeiros através da ótica neoclássica, além da necessidade de regulação por parte da ótica pós-keynesiana, com base na HIF de Minsky. Com isso, foi possível constatar que a regulação financeira praticada nos EUA após a Grande Depressão baseou-se, substancialmente, na teoria das falhas de mercado, com influências da HME. A abordagem de Minsky constata que a regulação praticada, apesar de apresentar aparente sucesso, não apresenta indícios de um aparato teórico baseado na instabilidade inerente dos mercados, sendo, portanto, falha.

Apesar de a crise financeira ter promovido diversas reflexões sobre o papel sistêmico da regulação, pode-se concluir que a tentativa de reforma do setor, através da *Dodd-Frank Act*, seguiu o escopo teórico neoclássico das falhas de mercado. Dentro da interpretação Minskyana, faltou à lei aspectos cruciais, como o dinamismo da regulação, avaliação agregada e não individual das instituições, melhores práticas para regulação de instrumentos financeiros e combate efetivo da concentração bancária. Além disso, os chamados Sistemas Limitadores foram ampliados, tornando a regulação mais complexa. Em relação ao *Big Government* e ao *Big Bank*, apesar do FED e o governo apresentarem traços momentâneos nesse sentido, suas

características atuais não podem ser classificadas como Minskyanas, pois esbarram na falta de combate à concentração do setor bancário nos EUA.

Em síntese, vale ressaltar que a regulação financeira moderada atual não está em sintonia com o entendimento pós-keynesiano da economia real. Portanto, qualquer sucesso nas políticas, nas palavras do próprio Minsky, obterá sucesso acidental e transitório.

REFERÊNCIAS

AGLIETTA, Michel. **Macroeconomia Financeira: Crises Financeiras e Regulação Monetária**. São Paulo: Edições Loyola, 2004.

ARCHARYA, Viral V.; RICHARDSON, Matthew. Implications of the Dodd-Frank Act. **Annu. Rev. Financ. Econ.**, Stern School of Business, New York University, New York, 2012, v. 4, p. 1–38.

BALL, Ray. **The Global Financial Crisis and the Efficient Market Hypothesis: What Have We Learned?** University of Chicago Booth School of Business, 2009.

BANKER, American. **BankThink**. With stress tests, less is more. 2019. Disponível em: <https://www.americanbanker.com/opinion/with-stress-tests-less-is-more>. Acesso em: 12 jul. 2020.

BERNANKE, Ben. **Monetary Policy since the Onset of the Crisis**. 2012. Speech. Disponível em: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20120831a.htm>. Acesso em: 21 ago. 2020

BLACK, Barbara. Punishing Bad Brokers: Self-Regulation and FINRA Sanctions. **Brooklyn Journal of Corporate, Financial and Commercial Law**, 2013. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2316918. Acesso em: 21 ago. 2020.

BORN, Brooksley. Deregulation: A Major Cause of the Financial Crisis. 5 Harv. **L. & Pol'y Rev.**, v. 5, n. 231, 2011.

CALOMIRES, Charles W. **U.S. Bank Deregulation in Historical Perspective**. Cambridge University, 2000.

CFTC. **Issues concept release concerning over-the-counter derivatives market**. 1998. Disponível em: <https://www.cftc.gov/sites/default/files/opa/press98/opa4142-98.htm>. Acesso em: 12 mai. 2020.

COELHO, Alexandre. **Dodd Frank Act and the Brazilian Capital Market – Extraterritorial Effects of Regulation to the Over-the-Counter Derivatives Market**. São Paulo Law School of Fundação Getulio Vargas – Direito GV – Research Paper Series – Legal Studies Paper n. 962014, 2014.

COMMISSION, U.S. Securities and Exchange. **Financial Regulators Modify Volcker Rule**. 2020. Disponível em: <https://www.sec.gov/news/press-release/2020-143>. Acesso em: 03 out. 2020.

COMMISSION, U.S. Securities and Exchange. **What We Do**. 2020. Disponível em: <https://www.sec.gov/Article/whatwedo.html>. Acesso em: 16 jun. 2020.

CORPORATION, Federal Deposit Insurance. FDIC. **The S&L Crisis: A Chrono-Bibliography**. 2002. Disponível em: <https://www.fdic.gov/bank/historical/sandl/>. Acesso em: 10 mai. 2020.

CRAWFORD, Corinne. The Repeal Of The Glass: Steagall Act And The Current Financial Crisis. **Journal of Business & Economics Research**, v. 9, n. 1, Jan. 2011.

CROTTY, James. The realism of assumptions does matter: Why Keynes-Minsky theory must replace efficient market theory as the guide to financial regulation policy, **Working Paper**, n. 2011-05, University of Massachusetts, Department of Economics, Amherst, MA, 2011.

CVM. Comissão de valores Mobiliários. **Alavancagem em fundos de Investimento Assessoria de Análise e Pesquisa (ASA)**. Trabalhos para discussão. Jul. 2016.

De BONDT, Werner F. M.; THALER, Richard. Does the Stock Market Overreact? **The Fournal of Finance**, v. XI, n. 3, july 1985.

DEOS, Simone; RAMOS, Luma Souza Ramos. Os bancos *too big to fail* nos Estados Unidos e a nova regulação: uma crítica a partir de Minsky. **Anais do XLIII Encontro Nacional de Economia**. ANPE, 2016.

DORNBUSCH, Rudiger; PARK, Yung Chul; CLAESSENS, Stijn. Contagion: Understanding How It Spreads. **The World Bank Research Observer**, v. 15, n. 2, Aug. 2000. p. 177–97.

FAMA, Eugene. Efficient Capital Markets: II. **The Journal of Finance**, v. 46, n. 5, dec. 1991, p. 1575-1617.

FERGUSON, Thomas; JOHNSON, Robert. Too Big to Bail: The "Paulson Put". Presidential Politics, and the Global Financial Meltdown, **International Journal of Political Economy**, v. 38, n. 1, 2009, p. 3-34. doi: 10.2753/IJP0891-1916380101.

FILHO, Augusto. **Regulação financeira por objetivos: um modelo regulatório para o futuro?** 2018. Dissertação (mestrado). Escola de Direito do Rio de Janeiro da Fundação Getúlio Vargas, 2018.

FICHER, Irving. The Debt-Deflation Theory of Great Depressions. **Econometrica**, v. 1, n. 4, 1933, p. 337-357.

FOX, Justin. **The myth of the rational markets**. HarperCollins e-books. 2009.

FRATIANNI, Michele; MARCHIONNE Francesco. **Banks' Great Bailout of 2008-2009**. Indiana University. Kelley School of Busines. Department of Business Economics & Public Policy. Università Politecnica delle Marche, Department of Economics, 2010.

GLASS, Matthew. **The return of deregulation and trickle-down economics in the age of Trump**: why the efficient market hypothesis refuses to die and the implications for U.S. economic policy at large. **Global Markets Law Journal**, v. 5, Summer, 2019.

GOODHART, Charles et al. **The Fundamental Principles of Financial Regulation**. Geneva Reports on the World Economy 11. International Center for Monetary and Banking Studies, 2009.

HISTORY, Federal Reserve. **Bank Holiday of 1933**. 2013. Disponível em: https://www.federalreservehistory.org/essays/bank_holiday_of_1933. Acesso em: 29 abr. 2020.

HU, Henry. Efficient Markets and the Law: A Predictable Past and an Uncertain Future. **Annu. Rev. Financ. Econ.** 2012. p. 179–214.

JALIL, Andrew J. A New History of Banking Panics in the United States, 1825–1929: Construction and Implications. **American Economic Journal: Macroeconomics**, v. 7, n. 3, 2015. p. 295–330.

JUNIOR, Tarcísio; IKEDA, Ricardo. Mercados eficientes e arbitragem: um estudo sob o enfoque das finanças comportamentais. **Revista Contabilidade e Finanças, USP**, n. 34, 2004. p. 97-107.

KOMAI, Alejandro; RICHARDSON, Gary. **Handbook of financial data and risk information**. Cambridge I, cap. 10, Cambridge University Press, 2014.

KREGEL, Jan. Discourse. Minsky Moments and Minskys Proposals for Regulation of an Unstable Financial System. **19th Annual Hyman P. Minsky Conference**, New York. 2010.

KREGEL, Jan. **Is This the Minsky Moment for Reform of Financial Regulation?** Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper, n. 586, 2010.

KREGEL, Jan. Minsky and dynamic macroprudential regulation. **PSL Quarterly Review**, v. 67 n. 269, 2014. p. 217-238

KREGEL, Jan. Some Considerations on the Causes of Structural Change in Financial Markets. **Journal of Economic Issues**, v. 26, issue 3, 1992, p. 733-747.

LANGEVOORT, Donald. Theories, Assumptions, and Securities Regulation: Market Efficiency Revisited, **Pa. L. Rev.**, v. 140, n. 851, 1992, p. 851-920.

LAVOIE, Marc. **Post-Keynesian Economics: New Foundations**, 2011.

LeROY; PORTER, Richard D. The Present-Value Relation: Tests Based on Implied Variance Bounds. **Stephen Econometrica**, v. 49, issue 3, 1981, p. 555-74.

LESSAMBO, Felix I. **The U.S. Banking System Laws, Regulations, and Risk Management**. Livro. Palgrave Macmillan, 2019.

LLEWELLYN, David. The Economic Rationale for Financial Regulation. FSA. **Occasional Papers in Financial Regulation**, 1999.

LO, Andrew W.; MACKINLAY, A. Craig. Stock Market Prices Do Not Follow Random Walks: Evidence from a Simple Specification Test. **The Review of Financial Studies**, v.1, Issue 1, January 1988, 1988, p. 41–66. doi.org/10.1093/rfs/1.1.41.

MAGNUSON, Joel. **Financing the Apocalypse: Drivers for Economic and Political Instability**. Palgrave macmillan e-books, 2018.

MARTINS, Norberto Montani. **A reforma da regulação do mercado de derivativos financeiros após a crise financeira internacional de 2008**. Instituto de Economia UFRJ, 2020.

MELO Filho. Augusto Coutinho de. **Regulação financeira por objetivos: um modelo regulatório para o futuro?** Rio de Janeiro: FGV, 2018.

MINSKY, Hyman P. A theory of systematic fragility. **Conference of financial crisis**, Salomon Brothers Center. 1976.

MINSKY, Hyman P. **Debt Deflation Processes in Today's Institutional Environment**. Archive. 229, 1981.

MINSKY, Hyman P. **Integração financeira e política monetária**. 25 Anos de Economia na UNICAMP, Campinas, ago./nov. 1994.

MINSKY, Hyman P. Ph.D. **Regulation and Supervision**. Hyman P. Minsky Archive, Paper 443, 1994.

MINSKY, Hyman P. Reconstituting the United States' Financial Structure: Some Fundamental Issues. Levy Institute. **Working Paper**, n. 69, Jan. 1992

MINSKY, Hyman. **Reforming Banking in 1995: Repeal of the Glass Steagall Act, Some Basic Issues**. 1995.

MINSKY, Hyman. **Stabilizing na Unstable Economy**. New Haven, Conn.: Yale University Press. 1986.

MINSKY, Hyman P.; FERRI, P. Market Processes and Thwarting System. **Working Paper**, The Jerome Levy Economics Institute, New York: Annandale-on Hudson, n. 64, 1991.

MORGAN, Jamie; SHEEHAN, Brendan. Has Reform of Global Finance been Misconceived? Policy Documents and the Volcker Rule, **Globalizations**, v. 12, n. 5, 2015, p. 695-709. doi: 10.1080/14747731.2014.994914.

NICOLÒ, Gianni de et al. **Externalities and macroprudential policy**. International monetary fund Research Department, 2012.

OREIRO, José Luís. Acumulação de Capital, Mercado Financeiro e Regulação Governamental: uma análise comparativa das contribuições de Keynes, Stiglitz e Dymski. **VII Encontro da Sociedade Brasileira de Economia Política**, UFPR, 2002.

PEREIRA, Eder Johnson de Area Leão; URPIA, Arthur Gualberto Bacelar da Cruz. Hipótese dos mercados eficientes vis-à-vis incerteza, convenção e especulação: por uma mudança de paradigma nos mercados financeiros. **Pesquisa & Debate**, São Paulo, v. 22, n. 1 (39), 2011, p. 135-155.

PICKHOLZ, Marvin G.; HORAHAN, Edward B. The Sec'S Version Of The Efficient Market Theory And Its Impact On Securities Law Liabilities. **Washington and Lee Law Review**, v. 39, n. 943, 1982.

RAJAN, Raghuram G.; RAMCHARAN, Rodney. Constituencies and Legislation: The Fight over the McFadden Act of 1927. NBER, **National Bureau of Economic Research**, Inc., Working Papers, n. 17266, 2012.

RYAN, John. The negative impact of credit rating agencies and proposals for better regulation. Stiftung Wissenschaft und Politik (SWP). **Research Division EU Integration**, Working paper, n. 1, German Institute for International and Security Affairs, Berlin, Germany, 2012.

SCHWARCZ, Steven L. Regulating Shadows: Financial Regulation and Responsibility Failure. **Washington and Lee Law Review**, v. 70, n. 3, p. 1781-1828, 2013.

SHERMAN, Matthew. A Short History of Financial Deregulation in the United States. **Center for Economic and Policy Research**, 2009.

SHULL, Bernard. Too Big to Fail: motives, countermeasures and the Dodd-Frank Response. **Levy Economics Institute of Bard College**. Working Paper, n. 709, 2012.

STIGLITZ, Joseph. The Role of the State in Financial Markets. **World Bank Annual Conference on Development Economics**, 1993.

TIJOE, Lily. **Credit derivatives**: regulatory challenges in an exploding industry. Student, Boston University School of Law, J. D., 2007.

TREASURY, U.S. Department of the. **TARP Programs**. 2016. Disponível em: [https://www.treasury.gov/initiatives/financial-stability/TARP Programs/Pages/default.aspx](https://www.treasury.gov/initiatives/financial-stability/TARP%20Programs/Pages/default.aspx). Acesso em: 21 ago. 2020.

TROPEANO, Domenica. Quantitative easing in the United States after the crisis: conflicting views (cap. 11). In: **Monetary Policy and Central Banking**. Edward Elgar Publishing Limited, 2012.

TYMOIGNE, Éric. Securitization, Deregulation, Economic Stability, and Financial Crisis, Part I The Evolution of Securitization. The Levy Economics Institute of Bard College. **Working Paper**, v. 1, n. 573, 2009.

WANG, H. X.; WANG, X. Y.; BU, F.; WANG, G. Z.; PAN, Y. Q. How the Asymmetric Information Creates Bubbles in Stock Market? **Open Journal of Social Sciences**, n. 6, 2018. p. 202-215.

WRAY, L. Randall. **Minsky, the global Money**: manager crisis, and the return of big government. Cap. 15, Edward Elgar Publishing Limited, 2010.