


HYMAN MINSKY, BANCOS COMERCIAIS E A GOVERNANÇA GLOBAL: ENTENDENDO A REGULAÇÃO PRUDENCIAL NO CONTEXTO DA FRAGILIDADE FINANCEIRA

André Cutrim Carvalho

Bacharel em Ciências Econômicas pela Universidade da Amazônia (Unama) e Engenheiro de Computação pelo Instituto de Estudos Superiores da Amazônia (Iesam), atual Faculdade Estácio de Belém. Mestre em Ciências Econômicas pelo Programa de Pós-Graduação em Economia da Universidade Estadual Paulista (Unesp). Mestre em História Social da Amazônia pelo Programa de Pós-Graduação em História (PPHIST) da UFPA. Doutor em Desenvolvimento Econômico e pós-doutor em Economia pelo Instituto de Economia (IE) da Universidade Estadual de Campinas (Unicamp). Professor-pesquisador da Faculdade de Ciências Econômicas da UFPA.


E-mail: andrecc83@gmail.com

 <https://orcid.org/0000-0002-0936-9424>

David Ferreira Carvalho

Bacharel em Ciências Econômicas pela Universidade da Amazônia (Unama) e Engenheiro Agrônomo pela Universidade Federal Rural da Amazônia (Ufra). Mestre em Desenvolvimento Sustentável do Trópico Úmido pelo Núcleo de Altos Estudos da Universidade Federal do Pará (Ufpa). Doutor em Economia e pós-doutor em Economia pelo Instituto de Economia (IE) da Universidade Estadual de Campinas (Unicamp). Professor-pesquisador da Faculdade de Ciências Econômicas da UFPA.

E-mail: david.fcarvalho@yahoo.com.br

 <https://orcid.org/0000-0002-9161-4715>




Este artigo está licenciado com uma Licença Creative Commons - Atribuição-NãoComercial 4.0 Internacional

- *Hyman Minsky, bancos comerciais e a governança global: entendendo a regulação prudencial no contexto da fragilidade financeira*, André Cutrim Carvalho, David Ferreira Carvalho, Martha Luiza Costa Vieira, Cleyson Silva dos Santos

Martha Luiza Costa Vieira

Graduada em Serviço Social pela Faculdade Aldemar Rosado (Far) e em Letras pela Universidade Federal do Piauí (Ufpi). Mestre em História Social da Amazônia pelo Programa de Pós-Graduação em História (PPHIST) da Universidade Federal do Pará (Ufpa). Doutoranda do Programa de Pós-Graduação em Serviço Social da Ufpa.


E-mail: marthaluiza04@gmail.com

 <https://orcid.org/0000-0003-0452-1762>

Cleyson Silva dos Santos

Bacharel em Ciências Econômicas pela Universidade Federal do Pará (Ufpa). Mestrando em Desenvolvimento Econômico pelo Instituto de Economia (IE) da Universidade Estadual de Campinas (Unicamp).

E-mail: cleysonsil@hotmail.com

 <https://orcid.org/0000-0001-9722-7778>

Como citar este artigo: Carvalho, A. C., Carvalho, D. F., Vieira, M. L. C., Santos, C. S. dos (2024). Hyman Minsky, bancos comerciais e a governança global: entendendo a regulação prudencial no contexto da fragilidade financeira. *Revista de Economia Mackenzie*, 21(1), 244–278. doi: 10.5935/1808-2785/rem.v21n1p.244-278

Recebido em: 31/1/2024

Aprovado em: 19/2/2024

Resumo

O estado do sistema monetário-financeiro de uma economia capitalista nada mais é que a hipótese da fragilidade financeira apresentada por Hyman Philip Minsky. Na fase do ciclo de prosperidade, geralmente, os banqueiros vivenciam um clima de otimismo quanto à expectativa dos lucros futuros. Porém, na medida em que o nível dos lucros acumulados declina, com as empresas e as famílias passando a alavancar créditos nos bancos a fim de pagarem suas dívidas, então, a continuidade do financiamento dos investimentos industriais passa a depender não apenas das expectativas dos empresários quanto aos lucros esperados, mas também da disposição dos banqueiros, em face dos riscos e da incerteza de conceder financiamentos aos investimentos industriais. Este artigo discute a hipótese da fragilidade financeira abordada por Minsky como causa das crises financeiras das economias nacionais globalizadas, bem como a tentativa de governança global por meio dos regulamentos prudenciais dos Acordos de Basileia.

Palavras-chave: fragilidade financeira; lucros; financiamento(s); governança global; regulamentos prudenciais.

Classificação *JEL*: E12, G18, G35.

INTRODUÇÃO

A instabilidade financeira é algo imanente ao capitalismo. Porém, ela pode se agravar e se transformar numa crise financeira, que pode culminar numa profunda recessão ou até mesmo numa grande depressão, como ocorreu na década de 1930. A crise financeira se manifesta geralmente na fase de auge do ciclo de prosperidade, isto é, na fase de *boom* do ciclo econômico de prosperidade.

Essa fase, com frequência, pode aumentar a inadimplência dos devedores de bancos comerciais, devido ao não cumprimento das obrigações de dívidas das famílias de bancos comerciais ou mesmo de algumas empresas. Os bancos emprestadores que possuem reservas podem cobrir por algum tempo os custos desses tomadores-clientes, considerados como geradores de riscos idiossincráticos localizados em poucos bancos comerciais.

A fase de expansão do ciclo econômico começa com o aumento dos gastos de investimentos em bens de produção, complementados pelos gastos com bens de consumo, gastos esses que determinam os lucros dos capitalistas, sendo que parte desses lucros se constitui como a principal fonte do autofinanciamento. Todavia, o autofinanciamento não é suficiente para promover a expansão das empresas quando uma economia doméstica se encontra no ciclo de prosperidade. O crédito bancário é o principal instrumento responsável pela expansão da economia nesse ciclo.

Os gastos de investimentos são financiados, durante o ciclo de prosperidade, pelos bancos comerciais e/ou pelos bancos de investimentos. Os financiamentos aumentam entre os bancos por força da concorrência em busca do lucro. Nesse ambiente de grande euforia, os bancos facilitam a concessão de financiamentos e de empréstimos para as empresas, as famílias e os governos, envolvendo o sistema monetário-financeiro. Cada instituição financeira, individualmente, assume o risco de não pagamento dos empréstimos por parte dos tomadores.

Na verdade, esse risco bancário único do contrato assumido pelo banco é chamado de risco idiossincrático, mas, devido ao efeito manada dos bancos comerciais, esse risco pode contagiar e se transformar em risco sistêmico, por atingir não mais um ou dois bancos, mas todo o sistema monetário-financeiro, uma vez que aumenta a inadimplência em todos os bancos. O crescimento do risco sistêmico é um sinalizador da fragilidade financeira dos bancos que compõem o sistema monetário-financeiro de uma economia nacional. O aumento da fragilidade financeira impacta mais ainda a instabilidade financeira

da economia, que pode, se nada for feito, transformar-se numa crise financeira, em razão do aumento da fragilidade financeira.

A crise financeira ocorre no momento em que a capacidade financeira robusta dos bancos comerciais declina para uma capacidade financeira frágil, em consequência do aumento do grau de inadimplência. Esse estado do sistema monetário-financeiro de uma economia capitalista nada mais é do que a hipótese da fragilidade financeira abordada por Hyman Philip Minsky. Na fase do ciclo de prosperidade, geralmente, os banqueiros vivenciam um clima de otimismo quanto à expectativa dos lucros futuros. Tendo em vista que o nível dos lucros acumulados declina, e as empresas e as famílias passam a alavancar recursos financeiros nos bancos privados para pagar suas dívidas, a continuidade do financiamento dos investimentos passa a depender não apenas das expectativas dos empresários quanto aos lucros esperados no futuro incerto, mas também da disposição dos banqueiros, em face dos riscos e da incerteza de levar adiante o financiamento dos investimentos produtivos ou comerciais.

Este artigo discute a hipótese da fragilidade financeira na visão de Minsky como causadora das crises financeiras das economias nacionais globalizadas, bem como a tentativa de governança global por meio dos regulamentos prudenciais dos Acordos de Basileia. Para isso, buscou-se organizar o ensaio em cinco seções, além desta introdução, a saber: na primeira, discute-se o problema da instabilidade financeira capitalista causada pela fragilidade financeira detectada pela margem de segurança contra riscos sistêmicos ou idiossincráticos dos tomadores de empréstimos e dos fornecedores de empréstimos bancários; na segunda, são debatidas as posturas dos agentes econômicos tomadores de financiamento *hedge*, especulativo e Ponzi; na terceira, é feita uma análise sobre a tentativa do Comitê de Basileia de estabelecer a institucionalização da governança global dos mercados financeiros com o objetivo de mitigar a instabilidade financeira via aplicação dos regulamentos prudenciais dos Acordos de Basileia; e, na última seção, as considerações finais são apresentadas.

1

INSTABILIDADE E FRAGILIDADE FINANCEIRA: ANÁLISE DA MARGEM DE SEGURANÇA CONTRA RISCOS SISTÊMICOS PARA TOMADORES E FORNECEDORES DE EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS

A economia capitalista contemporânea é uma economia de dívidas, de forma que, em qualquer período de tempo, o desempenho da economia de mercado está também relacionado com o sucesso ou insucesso dos devedores em cumprir suas obrigações contratuais e com as avaliações dos bancos credores quanto à capacidade de pagamento dos tomadores de empréstimos, hoje, de cumprir seus compromissos assumidos amanhã, pagando (ou não) suas dívidas contratuais aos emprestadores, isto é, às instituições financeiras e bancárias.

Nessa economia monetário-financeira, frequentemente os agentes tomadores e emprestadores de crédito fecham seus contratos com base em margens de segurança que estão sujeitas a riscos e incertezas. Os microfundamentos dos efeitos financeiros do investimento constituem o ponto de partida de Minsky para a formulação de uma teoria macroeconômica do financiamento de investimentos com base nas posturas das unidades *hedge*, especulativa e Ponzi.

Os fundamentos desenvolvidos por Minsky consistem em demonstrar que os empréstimos tomados no passado implicam pagamentos de juros e amortização do principal ao longo de cada curto período, presente e futuro, e quando isso não acontecer, tal situação poderá gerar uma reação em cadeia, cujo resultado pode transformar a instabilidade financeira – causada pela fragilidade financeira – numa crise financeira de grande proporção, que pode culminar numa grande depressão.

A abordagem alternativa da questão da instabilidade financeira foi cunhada por Minsky (1982, 1986). A hipótese da instabilidade financeira abordada por Minsky foi inspirada em Keynes, quando ele argumentou que os resultados das transações financeiras numa sofisticada economia capitalista são inerentemente incertos. Contudo, Minsky foi mais longe e arguiu que a instabilidade financeira era um processo endógeno da economia capitalista – como é o aumento da entropia na natureza –, em que períodos de completo sucesso quanto ao cumprimento dos compromissos financeiros assumidos podem levar ao aumento da incerteza se eles serão cumpridos no futuro.

É da natureza da estabilidade da economia criar as sementes da destruição da especulação dos indivíduos engajados nas transações financeiras com menor probabilidade de sucesso, sendo esse processo chamado de fragilidade financeira. Assim, mesmo supondo que o sistema financeiro fosse estável, essa estabilidade poderia produzir um incremento da fragilidade financeira cada vez mais susceptível a uma ruptura da economia capitalista.

Desse ponto de vista, nem a regulação dos mercados, nem completos mercados perfeitos e eficientes poderiam garantir a estabilidade dos mercados financeiros – na realidade, mercados regulados ou mercados eficientes, como supõem os economistas keynesianos e monetaristas, podem ser a causa da instabilidade.

O fato histórico de Minsky ter desenvolvido sua hipótese da instabilidade financeira durante os anos dourados da operação do New Deal, a partir da experiência de regulação do sistema bancário norte-americano, apenas sugere o fato de Minsky acreditar que a fragilidade financeira certamente não era a única possibilidade, e também que ela já se encontrava presente durante os anos de estabilidade da economia norte-americana. Na visão de Minsky, a legislação do New Deal fez muito pouco para eliminar o potencial da fragilidade financeira latente no sistema financeiro da economia norte-americana.

Como nenhuma ruptura econômica substancial ocorreu durante a vigência do programa New Deal, é possível conjecturar que enquanto a fragilidade financeira é independente de uma regulação financeira, a regulação do sistema monetário-financeiro pode ter um importante papel no controle da taxa de propagação da fragilidade financeira ou na prevenção para impedir a transformação da fragilidade financeira numa instabilidade financeira muito maior, tal como ocorreu na Grande Depressão (Kregel, 2007).

Minsky (1982), por sua vez, defende a importante tese de que a possibilidade de o aumento da fragilidade financeira – causando uma ruptura econômica generalizada – converter-se em instabilidade financeira tem sido impedida pelas ações *do Big Government*, que tem agido como “gastador de última instância”, no sentido de apoiar os balanços das empresas e das famílias; e *do Big Bank* (Banco Central) das economias nacionais, que tem agido como uma espécie de “emprestador de última instância” para auxiliar os bancos comerciais com problemas de liquidez em seus balanços. Na economia globalizada contemporânea, é pequena a possibilidade de uma “governança global” utilizando políticas fiscais anticíclicas ou de um “banco central global” para agir como “emprestador de última instância”. Nessas condições, portanto, resta usar o método de amortecimento da instabilidade financeira proposto por Kregel (2007).

■ 1.1 Fragilidade financeira e instabilidade financeira no capitalismo

Planos de financiamento para viabilizar decisões de investimentos envolvem negociações entre tomadores e emprestadores dentro dos limites da margem de segurança *ex ante*. Pode-se dizer que a tomada e a concessão de empréstimos de interesse particular são aquelas usadas para financiar investimentos produtivos e financeiros. A ideia básica de uma macroinstabilidade induzida pelo financiamento predominantemente de microunidades de posturas especulativas nas estruturas financeiras é parte da teoria de Minsky acerca do financiamento dos gastos de investimentos e déficits dos setores privados.

Não obstante, as negociações de financiamentos e empréstimos entre tomadores e emprestadores também são usadas para financiar os gastos e a retenção de ativos das famílias e dos governos. As famílias e o governo podem incorrer em dívidas que precisam ser validadas pelo dinheiro oriundo da renda das famílias e dos tributos de governos.

Além disso, as dívidas contratuais contraídas pelas famílias ou pelos governos não são tidas como o fator mais crítico da instabilidade, embora a estabilidade da economia possa ser afetada pelos gastos de consumo das famílias e pelos gastos dos governos, como adverte Minsky (1982). O foco da instabilidade financeira decorre do fato de os agentes assumirem certas posturas financeiras quando decidem financiar seus gastos de investimentos industriais, investimentos financeiros ou de consumo tomando dinheiro emprestado de instituições financeiras, num ambiente de riscos e incertezas, levando em conta seus fluxos de dinheiro esperados no futuro, provenientes de suas fontes de receitas ou de rendas primárias e secundárias.

A validação das dívidas dos negócios requer que os preços dos produtos vendidos das empresas sejam iguais aos lucros esperados, bem como sejam suficientes para pagar os custos de produção com mão de obra e insumos, e gerem ainda um excedente suficiente para pagar dívidas ou induzir um refinanciamento.

Quando isso não ocorre, o receio das perdas desencadeia um certo pânico, gerando uma instabilidade financeira que poderá se propagar com rapidez na economia capitalista. Na visão de Minsky, a instabilidade financeira é endógena ao sistema capitalista (Dymsky & Pollin, 1992).

O desempenho do produto da economia capitalista contemporânea depende da taxa de crescimento dos gastos de investimento e de consumo. Na economia capitalista, a valorização dos ativos financeiros de capital e a capacidade

financeira potencial dos bancos de assumir e cumprir compromissos contratuais de pagamentos de dívidas contraídas – que determinam as possibilidades de financiamento – dependem das taxas de crescimento dos lucros brutos.

Nas empresas, os lucros brutos, por sua vez, são amplamente determinados pelos investimentos das empresas e pelos gastos de consumo das famílias. Assim sendo, a capacidade de financiar dívidas de novos financiamentos dependerá das expectativas de aumento dos investimentos futuros, de forma que os fluxos de dinheiro gerado dos rendimentos esperados serão suficientes para pagar as dívidas que são emitidas hoje, para serem pagas amanhã ou refinanciadas.

Uma economia com dívidas privadas é especialmente uma economia vulnerável às mudanças no ritmo do investimento, pois são os gastos de investimentos que determinam a demanda efetiva e a própria viabilidade da estrutura financeira das dívidas. A exposição da instabilidade financeira dessa economia emerge da natureza subjetiva das expectativas dos agentes sobre o curso e o ritmo do investimento no futuro incerto, bem como da validação subjetiva dos banqueiros e empresários da apropriada estrutura financeira da dívida para o financiamento das posições dos tipos de ativos de capital. Em um mundo em que os capitalistas são os principais usuários de um complexo e sofisticado sistema financeiro, a incerteza torna-se o principal determinante da trajetória da renda e do emprego (Minsky, 1996).

A aceitabilidade de uma estrutura financeira de dívidas é baseada em alguma margem de segurança, *ex ante*, tais quais os fluxos de dinheiro esperados no futuro. Mesmo nos períodos em que a economia não está indo bem, cubram os pagamentos de dívidas contratuais. Como resultado, nos períodos em que a economia vai bem, as expectativas sobre a aceitabilidade de estrutura financeira de dívidas contraídas mudam para melhor.

No tratamento de negócios realizados entre banqueiros, investidores e empresários, define-se a quantidade aceitável das dívidas para financiar o aumento dos diversos tipos de atividades econômicas e posições de portfólio. O aumento no peso do financiamento da dívida eleva o preço de mercado dos ativos de capital e do investimento. Se os investimentos continuam, a expansão da economia pode alcançar um estado de *boom*, isto é, o *boom* do ciclo de prosperidade. Todavia, o crescimento estável da economia capitalista na fase do *boom* de prosperidade carrega também as sementes da inquietude.

A instabilidade do sistema financeiro tende a culminar em crise financeira no capitalismo contemporâneo. A tendência de mudança de uma situação de

boom para uma situação de *crise* depende do aumento do peso dos financiamentos especulativos sobre os investimentos, que acaba criando uma instabilidade financeira na economia (Minsky, 1982). A instabilidade financeira é um fato marcante, que se faz presente numa economia de endividamento, uma vez que pode ajudar a explicar sua intermitente instabilidade financeira sistêmica.

Numa economia monetário-financeira, como é a economia capitalista contemporânea, compromissos de pagamento em *cash* (dinheiro), a compra de ativos de capital ou a compra de ativos financeiros são realizados na forma de contratos legais com as seguintes cláusulas de obrigações: 1º) pagar os juros e a amortização do principal de títulos de dívidas; e 2º) pagar os dividendos, se obtidos, sobre as ações adquiridas. Os compromissos assumidos pelos tomadores de pagamento em dinheiro (*cash*), de dívidas contraídas, levam à geração de fluxos monetários que são estabelecidos na estrutura financeira.

Um fluxo monetário de receitas esperadas serve de base para o pagamento de obrigações contraídas. Cada unidade financeira – empresa, família, instituição financeira ou governo – é lugar por onde entra e sai dinheiro. A relação existente entre as várias fontes e usos de dinheiro e as diversas classes de unidades econômicas determina o maior ou o menor grau do potencial de instabilidade da economia. O produto das negociações realizadas entre tomadores e emprestadores pode ser, supostamente, algo bom para as partes envolvidas.

Na estrutura da economia monetário-financeira de Minsky, os emprestadores de primeira instância, que realizam empréstimos para os proprietários de um ativo de capital e para os investidores financeiros, são instituições financeiras. Mas, além dos investidores em ativos de capital (bens de capital fixo) e dos investidores financeiros (títulos de dívidas e ações), as famílias e os governos também fazem pedidos de empréstimos para as instituições financeiras.

As instituições financeiras são organizações privadas especializadas em negócios financeiros que configuram uma estrutura monetário-financeira. Essas instituições são, em geral, fortemente alavancadas financeiramente, o que quer dizer que qualquer prejuízo sobre um ativo financeiro por ela possuído poderá levar a uma perda geral aos acionistas de uma sociedade anônima, sendo essas sociedades essencialmente organizações possuidoras de mais de uma fonte de recursos para financiar seus investimentos.

As empresas individuais, as empresas de família e as sociedades limitadas possuem limite de financiamentos ou empréstimos de crédito bancário; além do que, pela legislação vigente, o proprietário individual e os sócios de uma empresa tipo sociedade limitada são os únicos responsáveis pelas dívidas con-

traídas. Isso significa que o potencial de crescimento das empresas individuais e das empresas de sociedade limitada se resume praticamente aos empréstimos dos bancos comerciais.

Ademais, empresas, famílias, governos e diversas modalidades de instituições financeiras são emissoras de obrigações (dívidas) financeiras. Nesse contexto, cada emissor tem uma fonte principal de geração de dinheiro, a qual se espera que produza rendimentos ou receitas para que os compromissos financeiros assumidos por eles possam ser validados pelas instituições financeiras.

A fonte primária de renda das famílias são os salários, das empresas são os lucros brutos, dos governos são os impostos e das instituições financeiras são os juros oriundos dos contratos. A fonte secundária de que cada agente dispõe para obter dinheiro pode, a princípio, resultar da venda de ativos do seu patrimônio ou por intermédio da tomada de empréstimos. Deve-se acrescentar, ainda, que a quantidade de moeda que circula numa economia capitalista é endogenamente determinada pelas relações que são estabelecidas entre os gastos e o financiamento desses gastos. O fluxo primário de dinheiro necessário para validar as dívidas dos agentes (famílias, empresas, rentistas e governos) depende do nível e da distribuição de renda (Minsky, 1982).

■ 1.2 Margem de segurança insuficiente: indicador de fragilidade financeira

As decisões de investimentos em ativos industriais ou financeiros dependem das decisões de financiamento desses investimentos com os bancos comerciais. Há dois tipos de riscos que comumente não são diferenciados, mas que foram diferenciados por Keynes (1982), pois afetam o volume de investimento. O primeiro é o risco do tomador do empréstimo – o empresário –, e ele surge das dúvidas que o empreendedor tem quanto à probabilidade de conseguir obter, realmente, a receita monetária que espera obter no futuro como resultado do seu negócio. Se esse empresário fosse financiar seu investimento com dinheiro próprio – autofinanciamento –, esse é o único risco que é relevante.

Embora esteja colocado, simultaneamente, nas posições de investidor e de financiador, usando seus recursos próprios, ele poderia contabilizar os mesmos riscos do tomador e do credor. Mas quando há um sistema monetário-financeiro que concede empréstimos e toma emprestado – designando com isso a concessão de créditos protegidos por determinada margem de segurança patrimonial

cial ou de renda pessoal –, aparece um segundo risco chamado por Keynes (1982) de risco do prestador.

Esse risco pode ter origem em uma contingência moral ou por qualquer outro meio, inclusive lícito, para fugir ao cumprimento do pagamento da obrigação – ou de uma insuficiência da margem de segurança, isto é, do não cumprimento involuntário da obrigação do pagamento da dívida, causado por uma expectativa malograda.

Há ainda um terceiro motivo de risco, que é o risco da inflação, causado pela possibilidade de ocorrência de uma variação desfavorável do valor do padrão da moeda (dinheiro), de forma a tornar o empréstimo em dinheiro concedido menos seguro, na medida em que a moeda se deprecia mais do que um ativo real, embora o todo ou a parte desse risco inflacionário já deva ter se refletido, todo ou em parte, nos preços dos bens de consumo duráveis e não duráveis.

Um risco do tomador é, em certo sentido, um custo real, apesar de ser susceptível de redução, pela média de sua distribuição de probabilidade, ou por efeito de uma exatidão maior ou menor do cálculo matemático e/ou econométrico das previsões realizadas, sujeitas a incertezas com relação a um futuro desconhecido e sem informações. Ademais, o risco do tomador do empréstimo supõe, em parte, a duplicação de uma parcela do risco do prestador, o qual é adicionado duas vezes à taxa de juros pura, isto é, sem margem de lucro, que é comparada ao rendimento mínimo esperado (taxa mínima do lucro esperado), que induz a decisão de investimento, sustenta Carvalho (2014a).

Se uma empresa for considerada arriscada, a pessoa que toma emprestado necessitará de uma margem de segurança *ex ante* mais ampla entre sua expectativa da taxa de retorno esperada e a taxa de juros do crédito, que lhe faça parecer vantajoso contrair a dívida. No entanto, essa mesma razão poderá levar a pessoa ou o banco comercial que empresta a exigir uma margem de segurança *ex ante* maior entre a expectativa da sua remuneração esperada e a taxa de juros, que induza o prestador à concessão do empréstimo, salvo nos casos em que o poder e a riqueza real do devedor potencial forem tão grandes que lhe permitam oferecer uma margem de segurança *ex ante* com excepcional garantia.

De qualquer maneira, a expectativa de um resultado esperado muito favorável por parte do tomador, capaz de compensar o risco que deverá assumir, não é adequada para tranquilizar o prestador. Em períodos do ciclo de expansão, a opinião mais aproximadamente correta sobre a magnitude dos

dois riscos – o do tomador do empréstimo e o do prestador do empréstimo – pode representar uma subestimativa anormal e perigosamente baixa (Keynes, 1982).

A margem de segurança que deverá ser considerada pelos bancos comerciais é a *ex ante*, a qual serve como um indicador do grau de robustez ou de fragilidade do sistema financeiro. A margem de segurança *ex post*, de menor importância, serve apenas para acompanhar a evolução estatística do grau de robustez ou de fragilidade do financiamento dos bancos comerciais ou do sistema financeiro em geral.

Minsky (1984) utilizou o conceito de margem de segurança de Keynes em sua hipótese de fragilidade financeira como principal causa do aumento de instabilidade financeira que pode levar a crises financeiras quando analisou os processos financeiros capitalistas e a instabilidade financeira do capitalismo. Minsky (1991) também usou o conceito de margem de segurança, em seu ensaio “Financial crises: systemic or idiosyncratic”, revelando a importância desse conceito no que concerne à preocupação dos bancos comerciais em manter uma espécie de “almofada de reservas” para cobrir riscos sistêmicos ou idiossincráticos.

Kregel (2008) associou o momento de fragilidade financeira do sistema financeiro da economia norte-americana com o declínio da *Cushion of Safety* (Almofada de Segurança) antes da crise *subprime*, causada pela fragilidade financeira dos bancos americanos, que está associada ao declínio do *Cushion of Safety* decorrente das posturas financeiras dos agentes especulativos e Ponzi.

■ 1.3 Posturas dos tomadores de financiamento *hedge*, especulativo e Ponzi

Minsky (1982) identifica três tipos de posturas por parte das financeiras: a *hedge*, a especulativa e a Ponzi. A estabilidade da estrutura financeira numa economia capitalista depende da composição dessas posturas. Supondo uma dada estrutura das instituições financeiras e das formas de intervenção do governo e/ou do banco central, então, quanto maior o peso da postura *financeira hedge*, maior será a estabilidade da estrutura financeira; e quanto maior for o peso das posturas financeiras *especulativas* e de *Ponzi*, maior será a instabilidade da estrutura financeira (Minsky, 1982).

Na economia capitalista moderna, empresas, famílias e governos podem assumir posturas financeiras diferenciadas, por meio das relações que estabe-

lecem entre os fluxos de pagamento contratuais provenientes de suas obrigações assumidas e os fluxos de dinheiro provenientes de suas fontes primárias e/ou secundárias. Contudo, além das fontes primárias das empresas (lucros), das famílias (salários), dos rentistas (aluguéis) e dos governos (impostos), esses agentes podem dispor de fontes secundárias, representadas por seus patrimônios líquidos na forma de ativos reais e/ou líquidos, que podem ser vendidos para cobrir compromissos de dívidas contraídas. Para as unidades financeiras *hedge*, a expectativa é que o fluxo de moeda proveniente da sua participação na geração da renda exceda o fluxo de pagamento em dinheiro das obrigações contratuais em qualquer período.

Em geral, entretanto, as necessidades financeiras de um agente *hedge* são supridas no início do período de produção e/ou de investimento. Esse comportamento do agente *hedge* o mantém salvo de possíveis flutuações futuras do mercado financeiro, no caso de suas expectativas em relação ao mercado futuro de bens serem desapontadas. Essa postura prudente da unidade *hedge*, quando decide tomar empréstimo de terceiros com base em alguma margem de segurança, o predispõe a reter reservas líquidas – em moeda corrente e em ativos líquidos – porque, agindo dessa maneira, na hipótese de erro de cálculo de previsão e/ou perda de confiança quanto ao futuro, a solvência da empresa *hedge* será, em princípio, mantida. Em suma, uma unidade financeira *hedge* é aquela que tem condições de pagar os juros e a amortização principal dos empréstimos contraídos.

Quanto às unidades financeiras especulativas, o fluxo total do dinheiro esperado, oriundo da sua participação na geração da renda, quando totalizado em relação ao futuro, excede o fluxo total de pagamento em dinheiro das dívidas a pagar, mas as obrigações contratuais de pagamento em dinheiro dos primeiros períodos excedem os fluxos de dinheiro provenientes de sua participação na geração da renda, mesmo que a parcela da renda líquida dos fluxos de dinheiro dos primeiros períodos, quando medida pelos critérios contábeis convencionais, exceda os pagamentos dos juros sobre as dívidas dos primeiros períodos. Em suma, as unidades financeiras especulativas possuem condições de pagar os juros das dívidas, mas têm dificuldades de amortizar o principal durante o tempo de maturação das dívidas contraídas.

Já as unidades financeiras Ponzi são especulativas extremas, para as quais os fluxos de dinheiro provenientes das rendas dos primeiros períodos ficam abaixo do pagamento dos juros das dívidas nos primeiros períodos, de tal maneira que, por algum período de tempo, as dívidas a pagar tenderão a crescer, devido aos juros sobre as dívidas já existentes, contraídas para pagar outras dívidas.

Em suma, as unidades especulativas Ponzi são especiais, não tendo condições de pagar os juros, nem a amortização. Consequentemente, procedem à rolagem de suas obrigações financeiras por meio de novas dívidas, até o instante em que tal estratégia é desvendada.

2

MODALIDADES DE ESPECULAÇÃO E INOVAÇÕES FINANCEIRAS

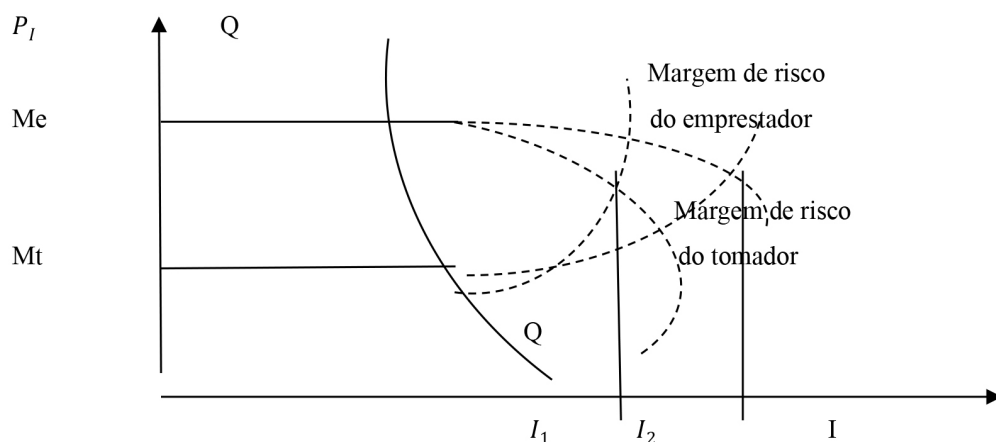
Para Minsky (1975), há três modalidades de especulação: (1) os proprietários de ativos de capital especulam com seus títulos de dívidas para financiar investimentos e posições no estoque de ativos de capital; (2) bancos e outras instituições financeiras especulam sobre vários ativos e títulos de dívidas que eles possuem; e (3) empresas e famílias especulam com ativos financeiros e como financiam suas posições.

Na fase de um *boom* de prosperidade, normalmente, a demanda especulativa por moeda diminui e o passivo da estrutura do portfólio torna-se mais pesadamente ponderado com dívidas financiadas. Minsky (1986) expõe sua teoria da instabilidade financeira, assim como sua proposta política para submetê-la a algum controle, com base na relação entre os dois sistemas de preços: o dos bens produtivos e o dos ativos financeiros de capital, e com o financiamento (Minsky, 1986; Kregel, 1992).

Os fundos públicos, certificados de depósitos e outros similares são usados nas práticas de administração de dívidas. As dívidas administradas são meios utilizados para aumentar a velocidade de circulação da moeda. Essas práticas envolvem mudanças nas estruturas de dívidas dos bancos. Por exemplo, as contas de demanda por depósitos correntes, que possuem baixas taxas de juros, mas requerem altas reservas, os certificados de depósitos e os fundos federais, que possuem altas taxas de juros, mas requerem baixas reservas. No entanto, há limites à concessão de empréstimos, conforme demonstra a Figura 1.

Figura 1

Condições financeiras e investimento



Fonte: Elaborada pelos autores.

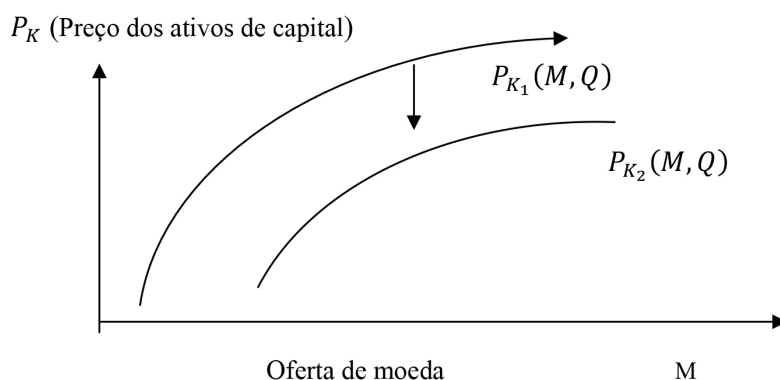
O investimento desejado (ou planejado) por uma empresa se desloca de I_1 para I_2 quando as empresas e os bancos se tornam otimistas; e de I_2 para I_1 quando se tornam pessimistas, portanto, ficando mais limitadas as condições de financiamento. Na fase de *boom* de prosperidade, quando cresce a demanda por créditos, os bancos com escassez de reservas costumam tomar dinheiro emprestado no mercado interbancário ou no banco central, instituição financeira que não acomoda o aumento da demanda por crédito, particularmente quando se sente compelida a restringir quaisquer pressões inflacionárias.

De fato, quando o banco central limita o crescimento das reservas, os bancos com reservas insuficientes, que desejam atender à demanda de crédito, têm duas opções: tomam dinheiro emprestado do banco central por meio da política de redesconto ou de outros bancos privados no mercado monetário. Contudo, devido aos altos custos associados com desconto, os bancos optam por elevar seus fundos no mercado monetário. Na fase do *boom*, em geral, famílias, empresas, bancos e instituições financeiras são levadas a posições ariscadas relativas às suas atividades, em particular quando o limite da capacidade de tomar emprestado de uma empresa é alcançado.

Para Minsky (1975), porém, a opção para encontrar o equilíbrio do portfólio é vender alguma posição ou parar de fazer dívidas com a finalidade de deter ou retardar compras de ativos. Nesse caso, o deslocamento da curva da oferta de moeda, de $P_{K_1}(M, Q)$ para $P_{K_2}(M, Q)$ – em que P_K é o preço do ativo de capital, M é a oferta de moeda e Q é o rendimento esperado, líquido de impostos – pode ocorrer, como demonstrado na Figura 2.

Figura 2

A relação preço do ativo de capital e a oferta de moeda



Fonte: Elaborada pelos autores.

A persistência da queda nos preços das ações caracteriza uma crise financeira. Quando ocorrem mudanças na estrutura das dívidas bancárias no mercado monetário, a oferta agregada de “fundos emprestáveis” eleva-se, mesmo quando o banco central restringe o aumento das reservas compulsórias. No começo, a administração das dívidas causará uma alta da taxa de juros sobre o aumento das dívidas bancárias, e os bancos mantêm seus *spreads* e passam a repassar os altos custos dos empréstimos para os mutuários não financeiros.

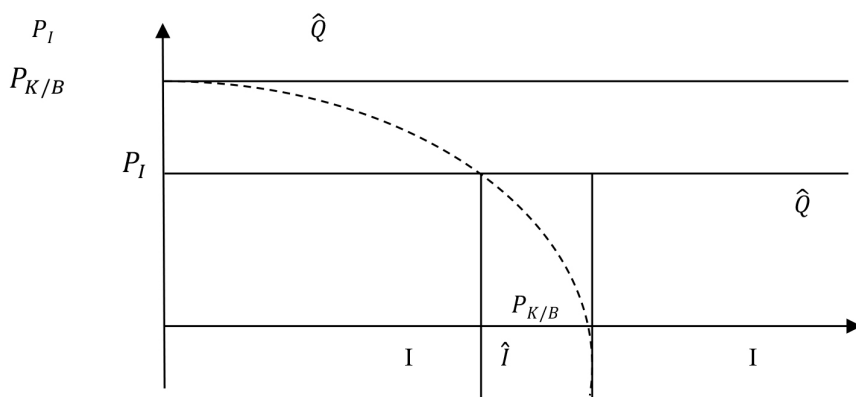
Dymsky e Pollin (1992) afirmam que o aumento da demanda por empréstimos pode induzir a criação de inovações financeiras, que são instrumentos de uso bancário sujeitos a riscos e incertezas. O processo de deflação de dívidas, que geralmente vem depois de uma crise ou de uma depressão, emerge

de duas situações, a saber: na primeira situação, ilustrada na Figura 3, o preço da demanda de ativos de bens de capital, obtido pela capitalização do mercado das quase rendas, é superior ao preço de oferta, mas o risco do tomador é tão grande que o investimento é inferior aos fundos internos disponíveis que podem financiá-lo; na segunda situação, ilustrada na Figura 4, o preço da demanda de ativos de bens de capital está abaixo do preço de oferta, e, nesse caso, o investimento tenderá para zero.

De qualquer forma, os fundos internos de financiamento de investimentos das empresas poderão ser usados como reservas para pagar dívidas, afinal, o objetivo dos empresários, banqueiros e intermediários financeiros é deixar limpos seus balanços. Conforme exposto nas figuras 3 e 4, entretanto, a economia não se encontra mais numa fase de *boom*, mas está vivenciando um processo de deflação de dívidas. Passa a ocorrer uma retroalimentação do desenvolvimento puramente financeiro como uma fuga da demanda por bens de investimento e, conseqüentemente, do efeito multiplicador da demanda de bens de consumo, e isso acabará resultando em desemprego e depressão.

Figura 3

Risco do tomador e deflação de dívidas



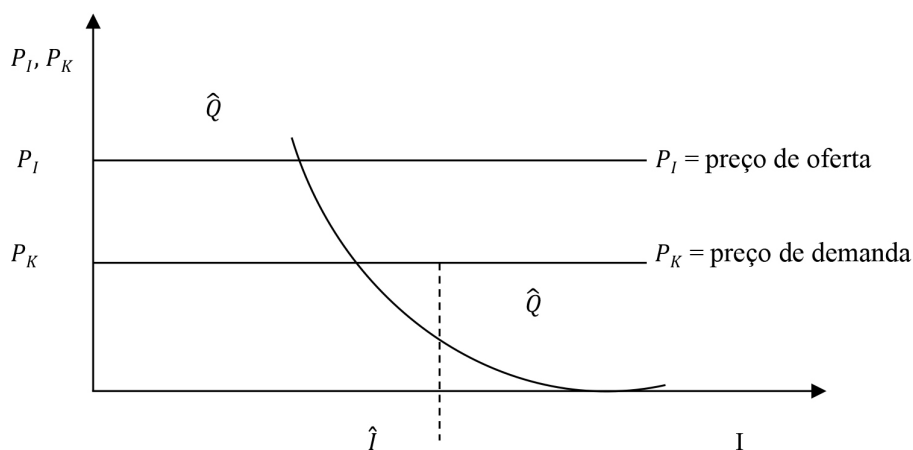
Fonte: Elaborada pelos autores.

No entanto, os efeitos combinados das ações estabilizadoras, de curto prazo, dos gastos de consumo das famílias, dos gastos do governo e/ou redução de impostos, da influência dos ativos monetários das unidades *hedge*, que não estão comprometidos com dívidas a pagar, bem como o papel do banco central – intervindo como emprestador de última instância – podem mitigar a forte tendência da deflação das dívidas contraídas e da queda da renda nacional.

Todavia, como o processo de deflação das dívidas tem um efeito imediato e lento sobre os investimentos, assim como persiste ainda o desejo de algumas unidades endividadadas de efetivarem novas dívidas, tudo isso poderá conduzir a um processo persistente de desemprego, por mais tempo que o desejável (Minsky, 1975).

Figura 4

Preço de oferta maior do que o preço de demanda



Fonte: Elaborada pelos autores.

Com frequência, as empresas poderão recorrer ao *funding* para substituir suas dívidas de curto prazo, vencidas ou vincendas, mediante a emissão de títulos de longo prazo para cumprir seus compromissos de pagamento dos

vencimentos das dívidas de curto prazo. Dessa maneira, os fluxos de dinheiro para atender aos compromissos de pagamentos mais próximos dos vencimentos podem reduzir a estrutura da dívida. Por outro lado, essa forma de refinanciamento pode manter, e pode mesmo fazer subir, a taxa de juros de longo prazo, mesmo quando as taxas de juros de curto prazo estão caindo: isso porque bancos podem ter capacidade de empréstimos, mas os tomadores de empréstimos não querem se endividar e os banqueiros fornecedores de empréstimos podem não estar dispostos a colocar essa capacidade em uso.

Entretanto, como os efeitos subjetivos da deflação de dívidas ficam desgastados quando ocorrem os desinvestimentos, e as posições financeiras são reconstruídas na fase de estagnação da economia, têm início as fases de recuperação e expansão da economia. A recuperação inicia-se com uma forte lembrança, na memória dos agentes, das falhas cometidas devido à exposição das responsabilidades das posições das dívidas assumidas durante o processo de deflação das dívidas e das responsabilidades com a estrutura das dívidas contraídas que tenham sido expurgadas. Mas com a recuperação e a expansão da economia, o sucesso obtido pelos empresários e banqueiros traz consigo a ousadia, e, ao longo do tempo, a memória da catástrofe do passado é esquecida.

A economia doméstica estabilizada durante a expansão econômica começa desestabilizando aqueles financiamentos dos investimentos mais perigosos, de maior risco e incerteza, os quais passam a ser compensados para os pioneiros e outros investidores que os seguem. Assim, uma expansão num ritmo acelerado alimenta a euforia do *boom*.

Apesar disso, a duração da expansão econômica depende da demanda por investimento, e esta depende das condições em que o financiamento é oferecido pelas instituições financeiras, isto é, das facilidades financeiras dos bancos e dos mercados provedores de fundos. Em uma economia monetário-financeira, são essas “facilidades financeiras” que, em grande medida, regulam a taxa dos novos investimentos, e é esta taxa dos novos investimentos que determina o nível da renda e do emprego (Keynes, 2018).

Inovações financeiras, quando bem-sucedidas, permitem aos bancos privados a obtenção de um volume substancial de dívidas de tomadores de empréstimos por meio da criação de novos canais institucionais. Os bancos comerciais são instituições financeiras especializadas na administração de dívidas dos seus clientes, no mercado monetário, a baixo custo. As inovações financeiras geralmente produzem um novo ambiente institucional, em que as taxas de juros sobre as dívidas contraídas não precisam subir, mesmo se o banco

central restringir o aumento de reservas bancárias. Não obstante, as mesmas inovações financeiras facilitadoras de novos créditos, que podem evitar um ciclo recessivo, trazem consigo as “sementes” do aumento da fragilidade financeira, quando os tomadores de crédito, em sua maioria, são unidades especuladoras, e isso produz uma nova onda de instabilidade financeira que pode causar uma nova onda de instabilidade econômica, já que as finanças e a economia estão intimamente imbricadas.

Em um ambiente de riscos e incerteza, Keynes (1982) enfatizou a importância do método da convenção, quando tratou do estado de confiança dos homens de negócios quanto à continuidade da estabilidade ou sua conversão em instabilidade financeira. De todos os mercados existentes numa economia monetária da produção, os mercados de investimentos e os instrumentos usados para aquisição de ações e controle sobre bens de capital são mais claramente baseados em frágeis convenções.

Não é surpresa que uma convenção, numa visão absoluta tão arbitrária das coisas, apresente pontos fracos. É essa precariedade dos argumentos convencionais que cria uma parcela considerável do problema contemporâneo de obtenção de um volume suficiente de investimentos (Keynes, 1982). Mas o volume dos investimentos requer introduzir a questão do financiamento num contexto cíclico e especulativo. O financiamento dos investimentos define o ritmo do crescimento da economia monetária da produção.

■ 2.1 Decisões de financiamento e fragilidade financeira

A economia de Minsky (1986) emprega ativos de capital complexos, caros e de longa duração, e que têm uma complexa e sofisticada estrutura financeira. Os fundos financeiros necessários para adquirir o controle dos bens de capital fixo da economia são obtidos mediante uma gama de instrumentos financeiros, tais como: ações, títulos de dívidas, hipotecas, arrendamentos e aluguéis. Cada instrumento financeiro é criado por meio da troca de “moeda hoje” pela obrigação de pagar “moeda amanhã”.

Os pagamentos dos compromissos contratuais assumidos por intermédio de qualquer um desses instrumentos financeiros são, durante qualquer período no futuro, as partes da “moeda amanhã” dos contratos firmados no passado. Quando empresas e famílias aumentam sua capacidade de financiamento próprio por meio dos seus rendimentos, assim como de suas garantias patrimoniais, os banqueiros diminuem a margem de segurança que usufruíam dos empréstimos para os empreendedores-investidores. Na economia capitalista,

as inter-relações entre devedores e credores encontram-se nos balanços das várias unidades financeiras e não financeiras.

Os diversos itens dos balanços formam fluxos de caixa (dinheiro) que são os resultados: (1) da renda produzida no sistema econômico, incluindo salários, impostos e lucros das empresas industriais depois dos impostos; (2) da estrutura financeira composta de juros, aluguéis, dividendos e reembolsos de empréstimos; e (3) dos ganhos provenientes das transações de títulos de bens de capital e de outros instrumentos financeiros. Para todos os rendimentos, com exceção dos dividendos, os fluxos de dinheiro determinados pela estrutura financeira (portfólio) são compromissos firmados por meio de contratos legais. Transações de quaisquer desses itens dos balancetes geram fluxos de caixa, mesmo quando eles afetam o preço dos ativos no mercado.

Esta habilidade de gerar fluxos de caixa pela venda de um ativo sem grandes concessões de preços mede a liquidez do ativo. Mas para que a liquidez se manifeste, é preciso o desenvolvimento de mercados financeiros bem organizados, a fim de fornecer ao título do ativo do real a liquidez comparável à que a moeda proporciona, de forma direta ou indireta, aos ativos financeiros. Keynes (1982) não só distingue especuladores de empresários, como destaca os efeitos que os especuladores podem causar na economia capitalista quando os empresários se tornam uma bolha num mar cheio de especuladores.

O financiamento de novos ativos reais e o aumento de posições de financiamento de dívidas têm de vir de algum lugar. Além do autofinanciamento, há duas fontes de financiamento básicas: a criação de moeda pelos bancos quando emprestam e a diversificação do portfólio dos proprietários de riqueza, sobretudo no que diz respeito à manutenção de moeda devido à preferência pela liquidez, mas também de ações e outros ativos financeiros. Os bancos possuem uma posição-chave no período de transição de uma baixa para uma alta escala de atividade econômica.

Nesse contexto, os bancos podem também atuar como especuladores, da mesma forma que os empresários. Na verdade, em razão de o passivo bancário ser demandado no curto prazo, e de os depósitos e ativos dos bancos serem principalmente datados, de forma a guardar certa correspondência com os empréstimos de longo ou de curto prazo, é que os banqueiros agem sempre como especuladores. Os banqueiros são especuladores em suas habilidades para refinar sua posição com levantamentos de depósitos de algum lugar. Essa prática bancária poderia não existir sem o desenvolvimento do sistema de empréstimos e sem os mercados de títulos negociados entre os bancos. Banqueiros especulam sobre a composição dos ativos e passivos dos seus portfólios.

De fato, banqueiros podem muito bem vender as posições em títulos e valores mobiliários, a fim de financiar empréstimos adicionais durante um *boom*. Porém, mesmo quando banqueiros vendem *securities*, estas devem permanecer dentro do sistema econômico. Isso é realizado pela entrada dos títulos na carteira de alguma instituição não bancária, como um substituto para o dinheiro. Para que essa substituição ocorra, portanto, esse negócio deverá se tornar atraente por taxas de juros mais altas.

Durante a fase do *boom* de prosperidade, banqueiros, com frequência, compram de volta sua capacidade de empréstimos, por meio da venda de seus investimentos de carteira (títulos) às famílias, empresas e intermediários financeiros não bancários. Em sistemas bancários modernos, os bancos podem aumentar a taxa dos passivos bancários de reservas bancárias substituindo o tempo para depósitos à vista, substituindo promessas de empréstimos (linhas de crédito) por empréstimos efetivos e pela variação da eficiência com que as reservas são utilizadas por meio de transações interbancárias de reservas, ou seja, transações em fundos federais (Minsky, 1975).

Nessas condições, a quantidade de moeda efetiva em circulação ativa é endogenamente determinada pelos bancos e por outras instituições financeiras. Em compensação, empresas não bancárias podem vender seus débitos (títulos de dívidas), que são chamados de *commercial papers no open market*. A venda de títulos de dívidas privadas absorve o dinheiro das outras unidades econômicas.

O *commercial paper*, por seu turno, é parecido com o dinheiro que serve como veículo transportador de poder de compra, especialmente porque pode ser adequado aos interesses dos seus titulares como ativos líquidos. Assim, o efeito do financiamento externo ampliado é aumentar a oferta de moeda e reduzir o saldo do dinheiro ocioso. As mudanças na velocidade da circulação da moeda, se este é um conceito operacional relevante, resultam das substituições de títulos de dívidas de curto prazo por ativos em carteiras.

A dinâmica da conglomeração de grandes corporações ocorridas nos EUA, por exemplo, nos anos 1960 – enquanto um novo processo de centralização do grande capital –, tornou evidentes outros aspectos das finanças corporativas que afetam a estrutura de dívidas das empresas. A aquisição do controle acionário de uma corporação é, com frequência, realizada mediante um complicado pacote financeiro envolvendo a emissão de títulos de dívidas, ações e dinheiro na compra da empresa que a corporação deseja incorporar ao seu conglomerado.

O efeito das substituições de portfólio de emissores de títulos de dívidas e de possuidores de ativos financeiros é para gerar, no agregado e no curto prazo, uma curva elástica de financiamento. Quando acontece um *boom* de desenvolvimento econômico, a curva de oferta de substituição de financiamento do portfólio é absorvida, e a curva de oferta de financiamento pode se tornar menos elástica. Isso quer dizer que, no estágio inicial de um *boom*, as condições de financiamento não mudam muito, mesmo que a dívida financiada aumente rapidamente. Nos últimos estágios do período do *boom* de prosperidade, entretanto, as condições de financiamento podem melhorar drasticamente (Minsky, 1982).

De fato, uma vez que os negócios são financiados com a tomada de empréstimos de curto prazo, o aumento da taxa média de financiamento pode muito bem alimentar os negócios, mas pode também afetar, de forma adversa, o valor dos negócios que são refinanciados. O *boom* do ciclo de prosperidade realiza experimentos financeiros de responsabilidade em três níveis: 1º) empresas empenham-se mais fortemente no financiamento de dívidas por intermédio da emissão de títulos de dívidas ou de ações; 2º) empresas e famílias reduzem seu dinheiro e seus ativos líquidos mantidos em relação às suas dívidas; e 3º) bancos comerciais e outras instituições financeiras aumentam seu dinheiro por meio de empréstimos e mantêm títulos de dívidas, especialmente os títulos de dívidas dos governos.

Além disso, à medida que se prolonga o *boom* de prosperidade, os bancos passam a confiar cada vez mais na gestão dos seus passivos, de modo a acomodar os tomadores, e na gestão das dívidas ativas de empréstimos das empresas para financiar suas posições de ativos financeiros.

3

GOVERNANÇA GLOBAL PARA MITIGAR OS RISCOS FINANCEIROS E OS ACORDOS DE BASILEIA

Os problemas ligados às crises e aos ciclos de expansão-depressão têm uma longa história nos círculos daqueles economistas que, a exemplo de Kindleberger (1978) e de Reinhart e Rogoff (2009), contribuíram para o entendimento das crises e depressões da economia mundial. A frequência das crises financeiras tem sido elevada, desde o começo de 1970, como resultado da liberalização financeira e das inadequadas supervisão e regulação prudencial dos bancos centrais das economias nacionais.

A crise financeira *subprime*, entre 2007-2010, forneceu evidências no sentido de que, a menos que a autoridade competente de cada nação disponha de uma legislação de regulação prudencial, os mercados financeiros continuarão propensos, com maior frequência, às crises financeiras capitalistas que reproduzem o novo padrão cíclico *boom-bust*.

A estrutura financeira contemporânea, complexa e sofisticada, foi moldada pela liberalização financeira, contrastando significativamente com o período imediatamente após a Segunda Guerra Mundial, quando a estrutura financeira era mais simples e regulada. Durante esse período, as crises financeiras eram raras, em grande parte devido ao controle mais estrito sobre os mercados financeiros e a menor integração global. A liberalização, embora tenha estimulado a inovação e o crescimento econômico, também trouxe consigo uma maior frequência e severidade de crises financeiras, refletindo a complexidade e os riscos associados aos mercados menos regulados nos dias contemporâneos. Ciclos econômicos *boom-bust* refletem o comportamento do “efeito manada” dos investidores financeiros, e o contágio, pessimista e otimista, associado.

Em linhas gerais, a volatilidade dos preços dos ativos está associada com as significativas mudanças de comportamento dos avaliadores de riscos do tomador (investidores) e risco do credor (banqueiros), que envolvem a alternância de períodos de não aversão a riscos (subestimação) com períodos de aversão a riscos. Práticas de gestão de riscos em mercados sensíveis aumentam o “efeito manada”.

Assim, devido às informações assimétricas, diversos ativos financeiros tendem a ser agrupados nas mesmas categorias de riscos, sendo vistos pelos agentes do mercado financeiro como estando correlacionados. Essa prática de avaliação das agências de riscos, porém, torna essa correlação uma profecia autorrealizável.

Os ciclos de expansão-recessão de economia capitalista têm tido uma relevância renovada à dinâmica da instabilidade financeira endógena dos mercados financeiros. Minsky (1982) enfatizou como o *boom* financeiro gerado por empréstimos de alto risco, tomados pelos agentes do mercado financeiro durante a expansão da economia, podem, eventualmente, levar a economia a crises.

■ 3.1 Prevenção contra riscos financeiros

O principal risco do sistema financeiro consiste na ponte que aproxima o excesso do financiamento concedido, associado com uma generalizada com-

placência quanto aos riscos assumidos, tanto pelo tomador quanto pelo credor, no mercado financeiro, reforçado por uma visão otimista de curto prazo da economia, sem considerar o estado de confiança e a incerteza sobre o futuro. A principal manifestação da intensidade da volatilidade financeira da economia mundial, que afeta os países emergentes e em desenvolvimento, consiste nos fluxos financeiros transfronteiras.

Apesar de as crises terem causas complexas, a experiência adquirida com o tempo indica que a liberalização dos mercados financeiros, em especial, quando não acompanhada da apropriada regulação do mercado financeiro, é a principal causa dos altos custos das crises financeiras do capitalismo contemporâneo.

Isso não quer dizer que as crises financeiras são inevitáveis, mas apenas que elas podem ser prevenidas ou melhorados os meios que resultem em redução dos seus altos custos por meio de políticas públicas apropriadas e, especialmente, por intermédio da supervisão e da regulação prudencial do mercado financeiro.

A regulamentação prudencial não é apenas no interesse da economia real, mas também na estabilidade do sistema financeiro e, portanto, das próprias instituições financeiras. A única fresta de esperança que as crises financeiras proporcionam é a oportunidade política para levar a cabo as reformas regulatórias desejáveis. Afinal, as crises também têm o seu lado negativo quando, para combatê-las, são usadas políticas de austeridade fiscal.

No entanto, os maiores custos das crises financeiras são aqueles relacionados à desaceleração do crescimento econômico e ao aumento do desemprego, em especial, nos países desenvolvidos; e de recessão, acompanhada, às vezes, de inflação, nos países subdesenvolvidos e nos países em desenvolvimento. Como consequência desses problemas, apareceu a vontade política para realizar reformas com a intenção de melhorar e ampliar o escopo da regulação do sistema financeiro.

Os primeiros passos dados para melhorar a regulamentação dos mercados financeiros levaram a ações efetivas do governo federal e do banco central dos EUA, e de alguns países da Europa Ocidental. No nível internacional, por outro lado, a responsabilidade para regular o sistema financeiro foi atribuída ao Conselho de Estabilidade Financeira do Grupo dos Vinte. Contudo, a atitude mais importante dos países desenvolvidos, após o fracasso dos Acordos de Basileia I e II, consistiu na aprovação do Acordo de Basileia III, que estabeleceu o modelo de regulação do sistema bancário (Kregel, 2008).

Os princípios básicos que devem orientar a construção institucional da regulamentação financeira relacionam as causas das crises financeiras com a ineficiência dos mercados bancários e de capitais. A principal causa das falhas dos mercados financeiros é o ciclo de expansão-recessão. A segunda causa das crises é a liberalização financeira entre os países, a qual tem sido acompanhada por uma incipiente e inapropriada regulação financeira.

De fato, o excesso de liberalização financeira e os equívocos de regulação cometidos nos Acordos de Basileia anteriores, bem como sua incompletude, implicam uma falha política de grandes proporções. Para superar essas falhas, isto é, dos mercados e dos governos, dois princípios-chave da regulação financeira necessitam ser seguidos: um introduzido por políticas anticíclicas no núcleo da regulação financeira; e o segundo nasce com a necessidade de a regulamentação financeira ser compreensiva, de modo que o domínio da regulamentação coincida com o domínio do mercado financeiro.

Em relação ao mercado financeiro global, entretanto, a abrangência dele inclui a regulação transfronteira dos fluxos de capital financeiro entre países. Isso implica que a regulação prudencial poderia ser complementada com regulamentos da conta capital. Na prática, a fronteira entre os dois modelos de regulamentos é, muitas vezes, difícil de se distinguir, quando podem ser usados de maneira alternativa para administrar dois problemas básicos subjacentes: os fluxos de capital pró-cíclicos e os descasamentos cambiais em carteiras.

Autores como Griffith-Jones e Ocampo (2014) consideram como dois princípios da regulamentação prudencial a abrangência e as políticas anticíclicas. Não obstante, além desses dois princípios, há outros de igual importância, bem estabelecidos na maioria dos países desenvolvidos e em desenvolvimento, tais como: normas de proteção ao consumidor, restrição do poder dos monopólios e encorajamento à diversificação do portfólio dos bancos e empresas privadas. Apesar da relevância dos últimos, não há espaço e nem é o momento adequado para analisar cada um deles. Aqui será analisado o esforço do Comitê de Basileia visando ao estabelecimento de regulamentos prudenciais para mitigar a instabilidade financeira dos países capitalistas da economia mundial.

■ 3.2 Evolução dos Acordos de Basileia: uma análise comparativa de Basileia I, II e III

Com o fim do Acordo de Bretton Woods, instituído em 22 de junho de 1944, as economias capitalistas ficaram sujeitas a crises financeiras sistêmicas.

A exigência requerida pelas autoridades monetárias reguladoras e supervisores dos sistemas financeiros dos países desenvolvidos e em desenvolvimento é a criação de regulamentos prudenciais capazes de evitar os riscos sistêmicos de insolvência, falências e concordatas de bancos comerciais.

Essa demanda conduziu as organizações reguladoras dos sistemas financeiros dos países integrantes do G-7 (EUA, Alemanha, Japão, Reino Unido, França, Canadá e Itália) à criação do Comitê de Basileia sobre Regulação e Supervisão Bancárias (Basel Committee on Banking Regulation and Supervision). Entretanto, a criação do Comitê de Basileia foi o resultado dos riscos no ajuste das transações bancárias internacionais, que se seguiu à falência do Banco Herstatt, em 1974, e de outros que se seguiram até 1986. A criação do Comitê de Basileia contou com o suporte do Banco de Compensações Internacionais – The Bank for International Settlements (BIS).

O Comitê de Basileia não possui poder regulador sobre os bancos comerciais dos países do Sistema Financeiro Internacional (SFI), mas ele exerce influência sobre os órgãos reguladores e supervisores das normas fixadas pela maioria dos países integrantes desse Acordo. O Comitê de Basileia ficou responsável pela fixação dos regulamentos prudenciais que pudessem mitigar os diferenciais competitivos em benefício dos países com regras flexíveis, em detrimento dos países com normas rígidas. Esse comitê para a supervisão bancária não é propriamente uma instituição oficial com autonomia, tampouco é um fórum internacional oficial. O Comitê de Basileia é apenas uma instância de discussão e coordenação informais entre reguladores bancários, sobretudo dos países desenvolvidos.

O primeiro Acordo de Capital do Comitê de Basileia – chamado oficialmente de International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards, porém, mais conhecido por “Acordo de Basileia I”, foi firmado em 1988, na cidade de Basileia, na Suíça, por iniciativa do próprio Comitê, e ratificado posteriormente com a assinatura dos representantes de mais de cem países. A ideia inicial do Acordo de Basileia I era de que os bancos comerciais de todos os países integrantes do Acordo deveriam manter reservas mínimas de capital para absorver perdas não esperadas, como uma espécie de *buffer* (colchão) para situações adversas.

O montante da reserva de capital exigida seria determinado pela autoridade monetária, com base num índice de endividamento – que relaciona o capital disponível ou o patrimônio líquido com os instrumentos presentes na carteira de ativos dos bancos comerciais – que, não obstante, não limita a atuação dos bancos quanto à capacidade de compor suas carteiras de ativos e passivos,

com quaisquer instrumentos financeiros desejáveis, desde que mantida uma relação saudável de capital de reserva sobre seus ativos.

O Acordo de Basileia I tinha como objetivo principal a criação de regras mínimas que deveriam ser respeitadas pelos bancos comerciais privados das nações integrantes do Acordo, tais como regulamentos prudenciais de precaução contra riscos dos empréstimos bancários. Mas, além desse objetivo, havia outro que consistia em exigências regulamentadas visando ao fortalecimento da solidez e da estabilidade do sistema financeiro internacional.

Pelo Acordo de Basileia I, haveria uma exigência mínima de capital, baseada na fixação de índices máximos de alavancagem financeira. Bancos comerciais somente poderiam emprestar até 12 vezes a soma do capital, mais as reservas do banco, ponderada pelo risco de crédito do tomador. Dos dois objetivos do Acordo de Basileia I, fica claro que o mais importante era a diminuição das fontes existentes de capital, que causavam a desigualdade competitiva entre os bancos nacionais privados.

Esse Acordo também não previu, como parte dos regulamentos, os reajustes do capital e das reservas bancárias, causados pela inflação nos períodos dos empréstimos, falha que levou ao fracasso do Acordo de Basileia I. Por exemplo: a crise da dívida externa do Brasil e de outros países da América Latina, em 1982, convivia com inflação alta, em detrimento da inflação baixa dos países credores. Essa posição desfavorável dos países tomadores de crédito da América Latina contribuiu para aumentar as dificuldades de pagamento dos juros dos serviços dos países credores. Como consequência, o Acordo de Basileia I não conseguiu evitar as falências e concordatas das instituições financeiras dos países endividados na década de 1990. O fracasso da aplicação dos regulamentos prudenciais do Acordo de Basileia I levou o Comitê de Basileia a lançar o Acordo de Basileia II.

O Acordo de Basileia II concentrou-se, ao contrário do Acordo de Basileia I, no segundo objetivo do Acordo original, vale dizer, no fortalecimento da solidez e da estabilidade do sistema bancário internacional. O Acordo de Basileia II, assinado em 2004, estabeleceu três pilares e 25 princípios básicos sobre a contabilidade e a supervisão bancária. Os três pilares fixados são: manter reservas mínimas disponíveis de capital, a supervisão dos bancos comerciais (fiscalização), a transparência e a disciplina do mercado financeiro quanto à divulgação de dados.

Com efeito, a aplicação de regulamentos relativos à adequação de capital mínimo junto aos bancos comerciais já havia sido tentada na história das operações dos bancos comerciais dos Estados Unidos da América do Norte

(Kregel, 2008). A introdução de índices de capital nos Estados Unidos levou à política de arbitragem da diferença entre capital econômico e capital regulatório, por meio de uma distribuição adequada dos ativos no interior de cada categoria de ponderação de riscos para maximizar os retornos de um dado nível de capital de risco, de forma que fosse possível passar da administração dos ativos do balanço à administração dos passivos, por meio da criação de passivos que não exigissem a manutenção de reservas de capital.

O Acordo de Basileia II foi criado com o propósito de tentar reduzir a arbitragem regulatória que era praticada pelos bancos privados dos EUA, por meio de índices de capital. O resultado obtido desse novo Acordo foi oferecer aos bancos a escolha entre adotar uma abordagem padronizada – baseada em ponderações de risco atribuídas por agências de classificação de riscos de crédito – ou uma abordagem de “classificação interna” utilizando os modelos matemáticos e/ou econométricos dos próprios bancos privados para definir a melhor alocação de capital nos termos de Kregel (2008).

Essa última abordagem de arbitragem regulatória se propõe não só a cobrir o risco associado à retenção dos ativos, mas também a cobrir o risco operacional derivado de uma possível anormalidade na operação de concessão do crédito ao tomador do empréstimo. Outra importante área do Acordo de Basileia II está ligada à necessidade de garantir consistência na fase de implementação da regulamentação prudencial pelas autoridades competentes dos países envolvidos com o suporte do Grupo de Implementação do Acordo de Basileia II.

Apesar das preocupações dos membros do Comitê de Basileia, o grau de diferenciação introduzido para que houvesse aceitação do Acordo de Basileia II pelos países envolvidos revela seu fracasso no que diz respeito à questão da uniformidade. Para Griffith-Jones e Persaud (2006), é evidente, pela própria constituição dos membros do comitê – representantes de oito países desenvolvidos, se incluída a Suíça –, a exclusão dos países em desenvolvimento do Comitê de Basileia. O referido Acordo tem como objetivo proteger os interesses dos grandes bancos dos países desenvolvidos.

O princípio fundamental do Acordo de Basileia II merece ser questionado, pois se baseia na hipótese de que o mecanismo de mercado pode fornecer uma restrição comum às operações de crédito de todos os bancos, sem levar em consideração outros critérios, por exemplo, o tamanho dos bancos e o poder dos seus governos. Por fim, o Acordo de Basileia II não trata de uma questão crucial, que é o fracasso da concordata do Comitê de Basileia em estabelecer uma atribuição viável das responsabilidades do prestador de última instância aos reguladores que cobrem os bancos nacionais que operam

com riscos sistêmicos, próprios da instabilidade financeira do capitalismo, em nível internacional.

Por todas as razões levantadas, o Acordo de Basileia II não teve êxito, como esperado pelo Comitê, pois foi incapaz de fornecer o elemento central para assegurar a solvência no sistema bancário global (Kregel, 2008). A crise *sub-prime* dos bancos norte-americanos, que emprestavam para investidores do setor imobiliário, serviu para chamar a atenção da comunidade financeira internacional para o fato de a regulamentação prudencial do Acordo de Basileia II não ter conseguido impedir a emergência da maior crise financeira internacional do século XX. Em resposta aos problemas identificados com a crise financeira norte-americana, caracterizando o fracasso do Acordo de Basileia II, o Comitê de Basileia resolveu lançar o Acordo de Basileia III, que não é diretamente comparável com os Acordos de Basileia I ou Basileia II.

O Acordo de Basileia III, por outro lado, compreende uma série de alterações relacionadas aos Acordos I e II. O documento publicado do Acordo de Basileia III foi finalizado sem nenhum princípio que estabelecesse uma direção para cada seção. As medidas regulatórias que são propostas pelo Acordo de Basileia III estão contidas num documento híbrido, que combina elementos dos dois acordos anteriores, com novas exigências relacionadas com a crise financeira que teve início em 2008, nos EUA.

O Acordo de Basileia III, publicado em 16 de dezembro de 2010, compreende uma série de medidas visando à reforma dos regulamentos prudenciais do Acordo de Basileia II. O Acordo III faz parte de um conjunto de iniciativas promovidas pelo Financial Stability Board (FSB) e pelos países do G-10. Essa reforma foi motivada pela constatação de que a severidade e a abrangência dessa crise financeira poderiam explicar, em parte, o crescimento excessivo de ativos podres nos balanços dos bancos, mas também fora dos balanços dos bancos, além da queda da quantidade e da qualidade dos recursos de reservas de capital destinados a cobrir os riscos e superar a crise de falta de crédito que se seguiu logo após o ano de 2008.

A regulamentação prudencial do Acordo de Basileia II mostrou-se incapaz de absorver os prejuízos dos bancos que afetaram os produtos estruturados da securitização e de assumir a reintermediação de uma parcela das exposições das perdas extrabalanços. O momento mais grave da crise financeira dos EUA exigiu a presença do governo federal e do banco central atuando como únicos emprestadores de última instância com o intuito de evitar o agravamento da crise rumo a uma grande depressão.

As incertezas dos agentes pesaram sobre a qualidade dos balanços bancários, sobretudo quanto à solvência e aos riscos sistêmicos ligados à interdependência entre os bancos, e destes com as ações das empresas cotadas na bolsa de valores. Ademais, o risco de uma insolvência generalizada poderia provocar também uma crise de confiança e liquidez generalizada. Por tudo isso, o Comitê de Basileia resolveu criar o Acordo de Basileia III.

A impressão que se tem, quando se faz a leitura do documento do Acordo III, é de que os membros do Comitê de Basileia não conseguiram alcançar um amplo consenso das causas da crise financeira de 2008, de forma a realizar um diagnóstico completo sobre o que deu errado com a carga dos regulamentos prudenciais do Acordo de Basileia II.

Assim, resta discutir apenas as duas linhas de medidas regulatórias do Acordo III. A primeira recomendação do Acordo de Basileia III é baseada na noção de regulamentos de precaução, que é conceitualmente correta, mas insuficientemente calibrada para atingir os objetivos desejados; a segunda recomendação está associada diretamente ao cálculo do nível da taxa de retorno esperada, dentro da margem de segurança, que poderá servir de orientação aos bancos comerciais quanto aos riscos do tomador e do credor (Carvalho, 2014b).

O Acordo de Basileia III, nessa ocasião, julgou corretamente que as exigências mínimas requeridas de reservas de capital em relação ao patrimônio líquido dos bancos comerciais deve ser maior que aquelas que constavam do Acordo II. Por isso, o coeficiente mínimo de capital foi fixado em nível mais alto do que os resultantes da aplicação do Acordo de Basileia II, bem como a regulamentação da composição do capital foi alterada na direção da constituição de sistema operacional com ênfase no nível de capital I, em detrimento do nível II, e a eliminação do nível II.

O Comitê chegou a examinar a possibilidade de retirar do novo Acordo quaisquer menções às agências de *rating*, mas considerou as alternativas inviáveis naquele momento de mudanças. O tratamento mais rigoroso se deu com a criação da chamada ressecuritização, conceito que se refere aos papéis colateralizados que podem ser negociados por outros, como os CDO e CDO ao quadrado. O requisito mínimo de capital, no caso de exposição da ressecutização, passou de 20%, em comparação aos 7% da securitização do Acordo anterior.

Além disso, são consideradas as avaliações pelas agências de riscos (Standard & Poor's, Fitch e Mood's) de títulos colateralizados apenas se esses papéis não envolverem ajuda do banco comprador. Se a *rating* (classificação do título quanto à faixa de risco) for de um título que contou com determinadas facili-

dades oferecidas pelo banco, então a exposição deverá ser deduzida do capital como se esse papel não tivesse recebido nota de classificação de risco.

A classe de inovações financeiras, que compreende securitizações, ressecuritizações e derivativos, continua a preocupar os membros do Comitê de Basileia pela ausência de transparência. Os riscos operacionais das inovações financeiras consistem em exposição inadvertidamente concentrada, que pode trazer graves consequências aos bancos comerciais.

Por último, apesar da percepção de que a gravidade e a abrangência de uma crise financeira derivam dos efeitos multiplicadores da volatilidade dos preços dos ativos nos mercados financeiros, que são causados pela adoção da marcação a mercado, o Comitê de Basileia manteve o novo sistema de avaliação.

Enfim, o Acordo de Basileia III é um documento híbrido que, por combinar diversas ações fundamentadas na teoria neoclássica com a keynesiana, reflete as ambiguidades do Comitê de Basileia e da comunidade dos bancos centrais reguladores e supervisores quando trataram de analisar as falhas do Acordo de Basileia II, observa Carvalho (2014b).

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Foi visto que em uma economia capitalista financeirizada, o fator que não é associado pela tecnologia ou pelas propriedades psicológicas dos homens de negócios é método de convenção sujeito ao estado de humor – otimista ou pessimista – que responde às expectativas dos homens de negócios, é a estrutura de dívidas das empresas não financeiras e das empresas financeiras.

Quando o nível de preço dos ativos de capital for mais alto do que o nível do preço do produto corrente, as condições são favoráveis para os gastos de investimento. Quando o nível de preço dos ativos de capital for relativamente mais baixo que o nível de preços do produto, as condições não são favoráveis ao investimento, e uma recessão ou depressão poderá ocorrer.

Os ativos financeiros e os títulos de dívidas possuem amplos e profundos mercados, com muitos participantes, no sentido de que pequenas concessões de preço tendem a provocar um grande aumento de fundos financeiros, isto é, uma oferta elástica de financiamento. O processo de venda de ativos financeiros ou títulos de dívidas para cumprir compromissos de pagamento é denominado “tomar posição”, isto é, uma tomada de posição daqueles possuído-

res de ativos reais ilíquidos que, embora proporcionem ganhos de rendimentos como os bens de capital em operação produtiva, não possuem mercados organizados, nos quais esses ativos reais possam ser prontamente vendidos. Contudo, além desses aspectos, é preciso tratar do problema do financiamento do investimento.

Minsky (1975) considera que em uma economia capitalista, com o domínio de unidades *hedge*, as autoridades monetárias podem negligenciar as variações da taxa de juros do sistema financeiro. Mas, em uma economia dominada por unidades especulativas e, especialmente, unidades Ponzi, uma variação nas taxas de juros pode transformar um saldo líquido positivo em negativo, e também converter unidades especulativas em unidades Ponzi.

O aumento da participação dessas unidades especulativas em relação às unidades *hedge* nas várias estruturas financeiras caracteriza uma típica situação de fragilidade financeira. Numa economia dominada por financiamento especulativo e Ponzi, as autoridades financeiras não podem se descuidar das consequências das políticas econômicas sobre o nível e a volatilidade das taxas de juros.

O financiamento das famílias pode ser desestabilizador se houver na estrutura financeira uma proporção significativa de unidades financeiras Ponzi de posse de ativos financeiros e não financeiros. O *boom* de natureza especulativa, a partir da posse das famílias de ativos financiados por instituições financeiras, pode induzir a um aumento dos preços dos bens e serviços, mesmo quando a base do financiamento dos especuladores seja a antecipação, pelos devedores e pelos credores, da inflação dos preços dos ativos que estão sendo financiados.

De acordo com Wray (1992), além dos agentes privados, os governos com dívidas flutuantes crônicas podem também ampliar a fragilidade financeira do sistema capitalista. É possível conceber uma escala de robustez financeira/ fragilidade financeira que possa ser medida pela participação relativa na composição dos financiamentos *hedge*, especulativo e Ponzi.

Assim, à medida que diminuir a proporção dos financiamentos do tipo *hedge*, a estrutura financeira robusta caminha para uma estrutura financeira frágil. Quando o sistema financeiro de uma economia capitalista se torna frágil, devido ao aumento generalizado da inadimplência, então a instabilidade financeira vira uma crise financeira que pode transitar para uma grande recessão ou uma grande depressão.

- *Hyman Minsky, bancos comerciais e a governança global: entendendo a regulação prudencial no contexto da fragilidade financeira, André Cutrim Carvalho, David Ferreira Carvalho, Martha Luiza Costa Vieira, Cleyson Silva dos Santos*

HYMAN MINSKY, COMMERCIAL BANKS AND GLOBAL GOVERNANCE: UNDERSTANDING PRUDENTIAL REGULATION IN THE CONTEXT OF FINANCIAL FRAGILITY

Abstract

The state of the monetary-financial system of a capitalist economy is nothing more than the hypothesis of financial fragility presented by Hyman Philip Minsky. In the prosperity cycle phase, bankers generally experience a climate of optimism regarding expectations of future profits. However, as the level of accumulated profits declines, with companies and families starting to leverage credit from banks in order to pay their debts, then the continuity of financing industrial investments begins to depend not only on the expectations of entrepreneurs regarding expected profits, but also the willingness of bankers, given the risks and uncertainty of granting financing for industrial investments. This article discusses the hypothesis of financial fragility addressed by Minsky as a cause of the financial crises of globalized national economies, as well as the attempt at global governance through the prudential regulations of the Basel Accords.

Keywords: financial fragility; profits; financing; global governance; prudential regulations.

Referências

Carvalho, D. F. (2014a). *Macroeconomia monetária e financeira da produção capitalista*. ICSA/UFPA.

Carvalho, F. J. C. de. (2014b). Can Basel III work when Basel II didn't?. In J. A. Kregel, *Economic development and financial instability: selected essays*. Anthem Press.

Dymski, G. A., & Pollin, R. (1992). Hyman Minsky as hedgehog: the power of the Wall Street paradigm. In S. Fazzari, & D. Papadimitriou (Eds.), *Financial conditions and macroeconomic performance*. M. E. Sharpe, Inc.

Griffith-Jones, S., & Ocampo, J. A. (2014). Global governance for financial stability. In D. Papadimitriou (Ed.), *Contributions to economic theory, policy, development and finance: essays in honor of Jan A. Kregel* (pp. 273-295). Palgrave, Macmillan.

Griffith-Jones, S.; Persaud, A. (2006). Basileia II e Mercados Emergentes: Impactos Pro-cíclicos e Economia Política. In MENDONÇA, A. R. R.; ANDRADE, R. P. Regulação Bancária e Dinâmica Financeira: Evolução e Perspectivas a partir dos Acordos de Basileia. Unicamp. <https://www.econ.unicamp.br/images/publicacoes/Livros/geral/Regulacao%20bancaria%20e%20dinamica%20financeira.pdf>

Keynes, J. M. (1982). *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. Atlas.

Keynes, J. M. (2018). *The general theory of employment, interest and money*. Palgrave Macmillan.

Kindleberger, C. P. (1978). *Economic response: comparative studies in trade, finance, and growth*. Harvard University Press.

Kregel, J. (1992). Some Considerations on the Causes of Structural Change in Financial Markets. *Journal of Economic Issues*, v. 26, issue 3, p. 733-747. <https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/00213624.1992.11505328>

Kregel, J. A. (2008). Minsky's cushion of safety and crisis in the U.S. subprime mortgage market. *Public Policy Brief*, 93. Levy Economics Institute of Board College.

Minsky, H. P. (1975). *John Maynard Keynes*. Columbia Press.

Minsky, H. P. (1982). *Can "it" happen again? Essays on instability and finance*. Sharpe.

Minsky, H. P. (1984). Los procesos financieros capitalistas y la inestabilidad del capitalismo. Hyman P. Minsky Archive. *Working Paper* N° 360. The Jerome Institute Levy Economic of Board College.

Minsky, H. P. (1986). *Stabilizing an unstable economy*. Yale University Press.

Minsky, H. P. (1991). Financial crises: systemic or idiosyncratic. *Working Paper* N° 51. The Jerome Institute Levy Economic of Board College.

Minsky, H. P. (1994). Integração financeira e política monetária. *Economia e Sociedade*, (3), 21-38.

Minsky, H. P. (1996). Uncertainty and The Institutional Structure of Capitalist Economies. Hyman Philip Minsky Archive, paper 24. https://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/24

Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2009). The aftermath of financial crises. *American Economic Review*, 99(2), 466-472.

Wray, L. R. (1992). Minsky's financial instability hypothesis and the endogeneity of money. In S. M. Fazzari, & D. B. Papadimitriou. *Financial conditions and macroeconomic performance: essays in honor Hyman P Minsky* (pp.). Sharpe.

Wray, L. R. (2009). Financial markets meltdown: what can we learn from Minsky? *Public Policy Brief*, 94. The Levy Economics Institute of Board College.