

OS BANCOS *TOO BIG TO FAIL* NOS ESTADOS UNIDOS E A NOVA REGULAÇÃO: UMA CRÍTICA A PARTIR DE MINSKY

Simone Deos e Luma Souza Ramos

RESUMO

A crise financeira de 2007/2008 trouxe à tona a questão dos bancos *too big to fail*. No debate que se instaurou a seguir, alguns avaliavam que uma regulação adequada e uma supervisão corajosa controlariam essas organizações, reduzindo a instabilidade e os custos que sua eventual falência poderiam acarretar, enquanto outros entendiam ser fundamental que fossem reduzidas e simplificadas. Contudo, nos Estados Unidos, o problema dos bancos *too big* foi, de certa forma, agravado após a crise, uma vez que as operações de salvamento levaram à formação de *bank holdings* ainda maiores e mais complexas. Após analisar o movimento de longo prazo de crescimento da concentração no sistema bancário norte-americano e a sua intensificação recente, o objetivo central desse trabalho é avaliar o sentido das medidas que estão sendo tomadas, no âmbito do Dodd-Frank Act, especificamente voltadas para as instituições chamadas de sistemicamente importantes. A hipótese é que, a despeito de uma maior pressão regulatória sobre os bancos grandes, o sistema ainda mantém elevada propensão à geração de fragilidade e instabilidade, no sentido Minskyano.

Palavras-chave: *Banks holding companies*, *Too big to fail*, Regulação financeira, Regulação macroprudencial, Dodd-Frank Act.

JEL Classification: G01, G20, G21, G29

ABSTRACT

The financial crisis of 2007/2008 raised the issue of too big to fail banks. In the following discussion some understood that a solid regulation and a better supervision could control them, reducing potential systemic instability and the costs of bankruptcy, while others thought that they should be shrink and simplified. However, in the United States, the too big to fail bank's problem turned to be worse after the crisis, once rescue operations led to even bigger and more complex banks. After an analysis of the long-term movement of concentration in the US banking system and its intensification after the recent crisis, the main objective of this study is to evaluate the implications of measures under the Dodd-Frank Act, specifically focused on systemically important institutions. The hypothesis is that US banking system still has high propensity to generate fragility and instability episodes, in a Minskyan sense, in spite of the more intense regulatory pressure over the big banks.

Keywords: Banks holding companies, Too big to fail, Financial regulation, Macroprudential regulation, Dodd-Frank Act.

JEL Classification: G01, G20, G21, G29

OS BANCOS *TOO BIG TO FAIL* NOS ESTADOS UNIDOS E A NOVA REGULAÇÃO: UMA CRÍTICA A PARTIR DE MINSKY

Simone Deos e Luma Souza Ramos*

Introdução

A crise financeira que eclodiu em 2008 e as estratégias adotadas para seu enfrentamento intensificaram tendências em curso no sistema bancário dos Estados Unidos, dentre as quais, o aumento na concentração do mercado, associado ao crescimento das *bank holding companies*. Se, anteriormente à crise, tal movimento foi incentivado pelos reguladores norte-americanos e justificado por um suposto aumento de eficiência trazido por economias de escala e escopo, bem como pela necessidade de criar instituições competitivas em âmbito internacional, com o agravamento da situação, no final de 2008, as instituições *too big to fail* passaram ao centro das preocupações. No debate que se instaurou a partir de então, alguns avaliavam que uma regulação adequada e uma supervisão corajosa poderiam controlar essas instituições, reduzindo a instabilidade e os danos que sua eventual falência poderiam acarretar, enquanto outros entendiam ser fundamental que essas fossem reduzidas e simplificadas. Contudo, o problema das instituições *too big* foi agravado após a crise porque as operações de salvamento organizadas e em muitos casos financiadas pelo Federal Reserve (Fed), o banco central norte-americano, levaram à formação de conglomerados financeiros ainda maiores e mais complexos.

A resposta dada pelas autoridades americanas a essa questão veio com o Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (DFA) – Lei Dodd Frank de Reforma de Wall Street e Proteção aos Consumidores. No âmbito do DFA, um novo aparato institucional foi montado, com uma preocupação especial: as instituições grandes, consideradas sistemicamente importantes e, por isso, capazes de instabilizar o sistema. Nesse aspecto, destacam-se a criação do Financial Stability Oversight Council (FSOC – Conselho de Supervisão da Estabilidade Financeira) e sua articulação com o Fed.

Em junho de 2009, O DFA foi apresentado pelo Executivo ao Legislativo. Após uma série de modificações, esse “guarda-chuvas”, que definiu os princípios mais amplos da nova regulação sobre o sistema financeiro, foi aprovado pelo Congresso – em julho de 2010 – e desde então está em processo de implementação, num ritmo mais lento do que o originalmente indicado.

O presente trabalho tem o objetivo principal de avaliar o sentido das medidas que foram desenhadas e começam a ser implementadas no âmbito da nova regulação (DFA) e, de forma mais específica, daquelas voltadas para os bancos *too big to fail*. Para tanto, discute os fatores que levaram à constituição do sistema bancário dos Estados Unidos com as características que o definem no presente, os movimentos no pós crise que intensificaram esse processo e o novo arcabouço regulatório em fase de implementação. Como o conjunto de medidas adotado não levou a uma reestruturação no sistema financeiro e não alterou a lógica central da abordagem regulatória, a hipótese do trabalho é que o sistema ainda mantém elevada propensão à geração de

** Professora do Instituto de Economia (IE) - Unicamp e pesquisadora do CERI (Centro de Estudos de Relações Econômicas Internacionais), Unicamp. Mestre em Economia pelo IE- Unicamp, pesquisadora do CERI e Doutoranda do PPGE-UFRJ.

fragilidade e instabilidade, no sentido Minskyano. Isso a despeito da ação mais estrita dos reguladores e supervisores sobre as instituições financeiras consideradas sistemicamente importantes e da maior pressão a que estas vêm sendo submetidas.

Para atingir seus objetivos, após essa abertura, o corpo do trabalho será dividido em duas seções. Na primeira busca-se apontar as grandes transformações no sistema financeiro norte-americano a partir da II Guerra Mundial, as quais conformaram, no presente, uma estrutura radicalmente distinta daquela que foi organizada após a crise dos anos 1930. Em paralelo ao olhar de longo prazo, a análise, apoiada em evidências empíricas, pretende demonstrar que no período mais recente (2008-2014) houve continuidade e mesmo aprofundamento de características até então observadas, tais como o aumento do tamanho das instituições, da concentração do sistema e de sua complexidade.

Na segunda seção o objetivo é apresentar aspectos centrais da nova regulação que vem sendo implantada nos Estados Unidos, em especial as medidas desenhadas para o tratamento das instituições sistemicamente importantes. Após uma discussão acerca do contexto em que foi introduzida e uma apresentação sintética do seu conteúdo, faz-se uma análise crítica do sentido geral do Dodd-Frank Act. O ponto especialmente abordado, a partir de uma perspectiva Minskyana, é o tratamento dado às instituições sistemicamente importantes.

Uma breve recapitulação dos pontos centrais tratados ao longo do texto, bem como um conjunto de reflexões finais acerca das principais questões discutidas serão apresentados na última seção, à guisa de conclusão.

1. Os bancos *too big* no sistema americano: tendências de longo prazo e o pós crise

A organização do sistema financeiro americano que emergiu posteriormente à crise da década de 1930 – com o Banking Act de 1933, também conhecido como Glass-Steagall Act (GSA) – pode ser tomada como ponto de partida para a análise de um conjunto de transformações que aconteceram após a Segunda Guerra, intensificadas a partir dos anos 1980, e que levaram a um sistema bancário bastante concentrado, complexo e interconectado no país.

O princípio da compartimentalização estava no centro da estrutura que se forjou na década de 1930. O sistema financeiro foi dividido em segmentos nos quais instituições tinham suas posições protegidas para atuar de forma restrita em determinados mercados e/ou regiões, para financiar segmentos particulares e/ou prover produtos ou serviços específicos. Também não havia liberdade para a fixação das taxas de juros por parte dos bancos. Nesse contexto, a amplamente conhecida separação das atividades de banco comercial e banco de investimento, presente no GSA, constituía apenas um aspecto da compartimentalização, ou segmentação. Esta, no fundo, significava uma intervenção mais abrangente no sistema, procurando controlar o tamanho, a complexidade e o poder das instituições bancárias para, assim, reduzir a propensão às crises.

Do ponto de vista do que se entende como regulação prudencial, o principal objetivo do GSA foi proporcionar um sistema de pagamentos confiável, garantindo o valor dos depósitos nos bancos seguros, os bancos comerciais. Fez isso, basicamente, limitando as atividades destes bancos a empréstimos de curto prazo, chamados de empréstimos comerciais. O financiamento de longo prazo ficou a cargo das instituições não seguradas, os bancos de investimento, especializados nas

atividades designadas como de mercado de capitais (Kregel, 2012). O objetivo secundário desta regulação era a proteção dos indivíduos contra as práticas fraudulentas com títulos. Nesse âmbito estariam envolvidas todas as outras firmas financeiras não-depositárias (as quais passam a ser consideradas “não-bancos comerciais”), como bancos de investimento, seguradoras e companhias de valores mobiliários.

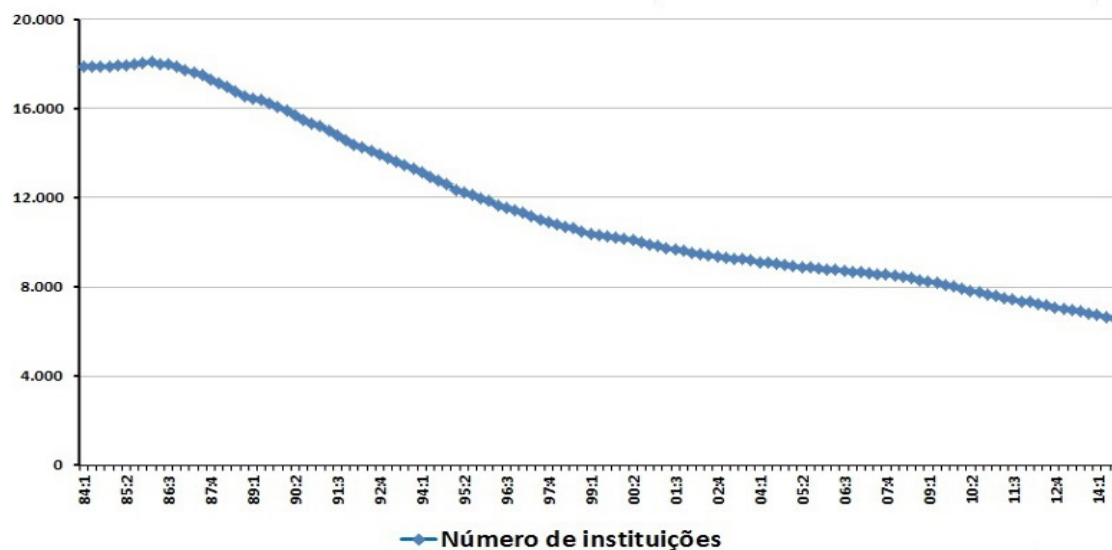
Um longo e incessante processo concorrencial foi desafiando os limites regulatórios então colocados à atuação das instituições do sistema financeiro, redefinindo-o. De acordo com Olson (2012), de 1933 até meados dos anos 1960, os bancos comerciais, em sua maioria, aderiam às normas do Glass-Steagall Act. A partir de então, confrontaram progressivamente as restrições e passaram a desempenhar também atividades de bancos de investimento, subscrevendo títulos. Finalmente, em 1987, o Federal Reserve permitiu que as *bank holdings* abrigassem bancos comerciais e bancos de investimento. Essa tendência de liberalização financeira gradual continuou nos anos subsequentes.

Um fator importante nesse processo foi a revolução na tecnologia de informações. A coleta e a avaliação de informações padronizadas permitiram que os bancos fizessem empréstimos avaliando clientes à distância. Nesse contexto, os maiores bancos passavam a ter vantagens, em função da maior sofisticação tecnológica e da capacidade de absorver custos (Dymski, 2012).

Nesse sentido, o Gramm-Leach-Bliley Act (GLBA), ou Financial Services Modernization Act, de 1999, não deve ser tomado como o momento de desregulação do sistema. Kregel (2012) aponta que quando este Act foi aprovado, as restrições e limitações já haviam sido removidas por decisões administrativas dos reguladores, ou por decisões tomadas nos tribunais. O GLBA foi, assim, o ápice desse movimento que encontrou justificativa para a formação de bancos grandes – os quais poderiam abrigar, numa mesma *holding*, bancos comerciais, bancos de investimento e seguradoras – pela existência de economias de escala e de escopo. De fato, o contexto da globalização trouxe à tona a questão da competitividade internacional dos bancos americanos, contribuindo para a tendência de erosão das antigas regras. Num contexto de internacionalização das finanças, o GSA era uma “anomalia” pois em muitos países os bancos universais eram a norma (Kregel, 2012).

O gráfico a seguir ilustra o longo movimento de consolidação do sistema – redução gradual do número de instituições –, que se acelerou após a mais recente crise. De fato, a partir do final dos anos 1970, os reguladores passaram a favorecer as fusões e aquisições como forma de solucionar o problema do “excesso” de bancos e suposta ineficiência do sistema. Assim, as fusões e aquisições e o alargamento das atividades desempenhadas pelos bancos cresceram concomitantemente à desregulamentação, sendo uma potente expressão desta (Dymski, 2012).

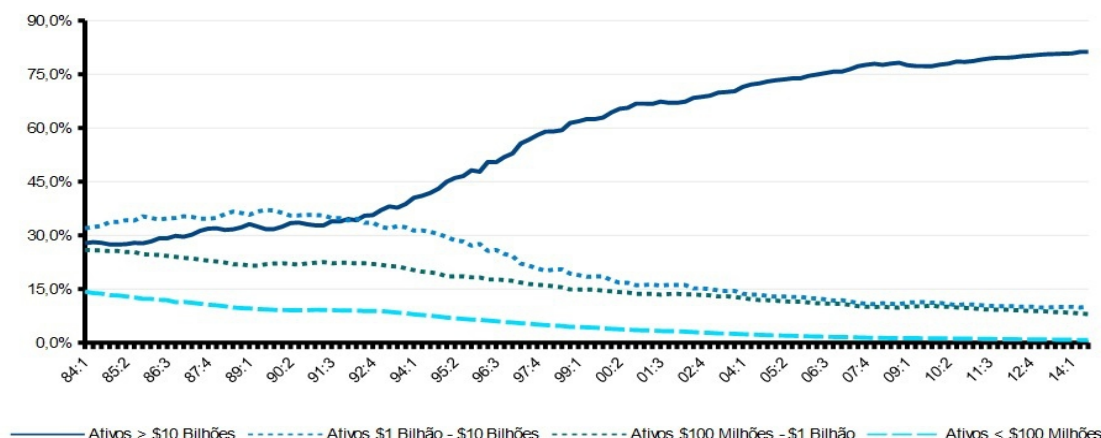
Gráfico 1: Total de instituições bancárias no sistema (1984-2014)



Fonte: FDIC

É evidente que, ao mesmo tempo em que o número total de instituições caía, como reflexo do movimento intenso de F&A, uma parcela cada vez maior dos ativos do sistema passava a ser detida por um número menor destas, concentrando-o, como ilustra o gráfico a seguir. É possível observar a aceleração do processo a partir de meados dos anos 1990, bem como no período mais recente. No início dos anos 1980, instituições com ativos superiores a US\$ 10 bilhões detinham menos de 30% do total do sistema. Ao final dos anos 1990, a parcela era de aproximadamente 60%. Em 2014, por sua vez, essas instituições detinham cerca de 80% do total de ativos do sistema, o que, novamente, aponta a intensificação do movimento após a crise de 2008, que precipitou uma nova onda de fusões e aquisições. O gráfico seguinte ilustra o processo acima delineado.

Gráfico 2: Percentual no total de ativos, por tamanho das instituições bancárias (1984 -2014)



Fonte: FDIC

A tabela a seguir, por sua vez, permite um maior detalhamento da análise e melhor compreensão dessa tendência pois apresenta, ao longo do período de 30 anos (1984-2014)¹, não só a redução no total de instituições, mas também os movimentos no interior de diferentes segmentos, definidos pelo tamanho de ativos. As instituições aparecem divididas em 4 grupos: i) ativos maiores que US\$ 10 bilhões, ii) ativos entre US\$1 e US\$ 10 bilhões, iii) ativos entre US\$ 100 milhões e US\$ 1 bilhão e iv) ativos menores que US\$ 100 milhões.

Ao longo dos 30 anos em tela, o total de instituições passou de 17,8 mil para 6,7 mil. Essa queda foi basicamente concentrada no segmento de instituições pequenas (ativos menores que US\$100 milhões): redução de aproximadamente 12.000 instituições ao longo do período. Esses números espelham, sobretudo, o desaparecimento em larga escala das pequenas instituições de atuação local/regional. A contra-face do processo foi o aumento moderado no total de instituições nos outros segmentos.

¹ A série não é contínua e apresenta dados para períodos (anos/trimestres) selecionados ao longo dos trinta anos em tela (1984-2014).

Tabela 1: Número de instituições por segmento de tamanho de ativos (1984-2014)

Ano	Ativos > \$10 Bilhões	Ativos \$1 Bilhão - \$10 Bilhões	Ativos \$100 Milhões - \$1 Bilhão	Ativos < \$100 Milhões	Total de instituições
1984	28	425	3399	14034	17886
1985	32	472	3614	13803	17921
1990	58	591	4104	11179	15932
1995	74	485	3707	8096	12362
2000	95	431	3881	5745	10152
2005	113	480	4285	4053	8931
2008	117	549	4481	3347	8494
2009	115	576	4504	3052	8247
2010	105	575	4475	2779	7934
2011	107	563	4331	2573	7574
2012	107	557	4276	2368	7308
2013	109	553	4196	2161	7019
2014	107	564	4054	2005	6730

Fonte: FDIC

Como apontado anteriormente, quando se desmantelaram as barreiras da compartimentalização funcional e espacial os grandes bancos organizaram-se, progressivamente, como *bank holding companies* (BHC). Conforme Avraham et al (2012), em 2011, aproximadamente todos os ativos bancários nos Estados Unidos eram controlados por BHCs.

De fato, a onda de fusões e aquisições levou a uma queda importante no número de BHCs entre 1991 e 2011: de 5.860, em 1991, para 4.660, em 2011. Ao mesmo tempo, a parcela de ativos controlada pelas dez maiores *bank holdings* mais do que duplicou ao longo dos 20 anos em tela: de menos de 30%, em 1991, para mais de 60%, em 2011. As duas tendências permaneceram no período recente, pós-crise.

Um aspecto relevante presente nesse quadro de transformações foi a crescente complexidade que acompanhou o crescimento das instituições, sobretudo daquelas localizadas no topo da pirâmide. Uma dimensão dessa complexidade pode ser capturada pelo número de entidades legais que compõem uma *bank holding*. Avraham et al (2012) apontam que em 2012, as quatro BHCs mais complexas tinham, cada uma, mais de 2.000 subsidiárias, e dentro desse grupo, duas tinham um número de subsidiárias superior a 3.000. Em 1990, apenas um conglomerado tinha mais de 500 subsidiárias. Vale destacar que a maior parte das subsidiárias das *bank holdings* são não-bancárias, sendo muitas estabelecidas em outros países.

Avraham et al (2012) discutem também os motivos para a existência desse extenso conjunto de subsidiárias, sobretudo nas *bank holdings* de maior porte, entre os quais estariam a possibilidade de gerir melhor os custos advindos da regulação e, no limite, de evitar os custos regulatórios, muitas vezes contornando impedimentos à atuação das instituições bancárias pela utilização do balanço de outras entidades, não bancárias.

Contudo, ainda que as BHCs dos Estados Unidos controlem uma quantidade expressiva de subsidiárias, a maior parte dos ativos tende a concentrar-se em um pequeno número (entre 1 e 5) – os bancos comerciais domésticos. De acordo com dados apresentados em Avraham et al (2012), em 2012, o JP Morgan Chase (então a maior BHC em volume de ativos) controlava 3.391 subsidiárias – conforme pode-se observar na tabela que segue – das quais apenas quatro eram bancos comerciais. Estes, por sua vez, detinham 86% do total de ativos dessa *holding*.

Tabela 2: Número e distribuição de subsidiárias: entidades selecionadas entre as Top 50 *Financial Holding Companies* (2012)

BHC Ranking	BHC Nome	Número				Valor dos ativos	
		Doméstico				Banco comercial doméstico (% dos Y-9C ativos)	Ativos consolidados totais (Y-9C) (em bilhões de dólares)
		Banco Comercial	Outro	Exterior	Total		
1	Jpmorgan Chase & Co.	4	2936	451	3391	86,10%	2265,8
2	Bank of America Corporation	5	1541	473	2019	77,90%	2136,6
3	Citigroup Inc.	2	935	708	1645	68,80%	1873,9
4	Wells Fargo & Company	5	1270	91	1366	92,50%	1313,9
5	Goldman Sachs Group, Inc., The	1	1444	1670	3115	11,20%	923,7
6	Metlife, Inc.	1	39	123	163	3,20%	799,6
7	Morgan Stanley	2	1593	1289	2884	10,50%	749,9
10	Bank of New York Mellon Corporation, The	3	211	146	360	83,20%	325,8
20	Regions Financial Corporation	1	35	4	40	97,10%	127
30	Comerica Incorporated	2	72	2	76	99,80%	61,1
40	First Horizon National Corporation	1	35	1	37	99,10%	24,8
50	Webster Financial Corporation	1	21	0	22	99,80%	18,7
Total		86	13670	5847	19603	70,40%	14359,1

Fonte: Avraham et al (2012)

É preciso observar, contudo, que a parcela de ativos alocada nas subsidiárias bancárias das BHCs varia com o perfil da instituição. No caso de instituições de menor porte, esse percentual é próximo de 100%. Segundo Avraham et al (2012), para as quatro maiores BHCs que têm operações de *commercial banking* tradicionais (como depósitos e empréstimos), mas realizam também atividades de bancos de investimento, seguradoras etc, o percentual de ativos detido pelas subsidiárias bancárias variou entre 69% e 93% – como pode ser observado na tabela anterior.

Entretanto, para as *bank holdings* que desempenham, relativamente, poucas atividades de banco comercial, uma fração bastante reduzida dos ativos está alocada nas subsidiárias bancárias. Instituições com esse perfil (mais focadas em atividades de banco de investimento) têm uma parcela maior de seus ativos em subsidiárias que estão na categoria de *Funds*, *Trusts*, e outros veículos financeiros.

Esse conjunto de informações destaca, enfim, que em paralelo à consolidação e concentração do sistema bancário, com a extinção de milhares de pequenos bancos de atuação local/regional em segmentos específicos do mercado, ocorreu algo de maior relevo, uma transformação estrutural, um aumento de complexidade e de risco, pois subsidiárias não bancárias – que, por isso, “escapavam” da regulação – ligadas a *financial holding companies* passaram a desempenhar papel crescente no sistema, redefinindo-o.

Uma dimensão importante desse movimento manifesta-se na evolução/transformação do perfil de receita dessas instituições. Segundo Copeland (2012), em 1994, as *bank holdings* eram bastante homogêneas e a parte mais importante da sua receita era proveniente de juros, típica das operações de empréstimos desempenhadas por bancos comerciais. A partir da segunda metade dos anos 1990, observa-se uma grande disparidade entre as instituições no que diz respeito à importância dos juros como fonte de receita, passando a ter destaque outras fontes, como securitização, relacionadas às operações de mercado de capitais. Essa tendência retrocedeu no auge da crise (2007-2008), mas foi retomada desde então.

Copeland (2012) também aponta uma relação positiva entre fontes de receita não tradicionais e tamanho dos ativos. Para o autor, as grandes *holdings* têm um perfil de receitas bastante diferente relativamente aos bancos pequenos e médios. Enquanto estes continuam a apoiar-se, majoritariamente, em fontes bancárias tradicionais – como juros –, as grandes *holdings* passaram a oferecer novos serviços e, assim, a contar com outras receitas – como comissões.

2. A regulação e os bancos *too big*: uma análise do Dodd Frank Act

Nos Estados Unidos, o movimento para alterar a regulação e a supervisão sobre o sistema bancário começou antes da falência do Lehman Brothers (setembro de 2008), pois os sinais de fragilidade do sistema financeiro eram bastante evidentes pelo menos desde o ano anterior. Em março de 2008, uma proposta de reforma – o Plano Paulson – foi encaminhada ao Congresso pelo então secretário do Tesouro. Um dos seus pilares era o que se entendia como “racionalização” da estrutura de supervisão e regulação. Como ressalta Kregel (2012), a regulação financeira nos Estados Unidos foi sempre, de alguma forma, peculiar, com a intervenção se dando preferencialmente no âmbito dos estados, relativamente ao âmbito federal. Adicionalmente, a própria segmentação funcional imposta pelo GSA ensejou a criação de distintos órgãos reguladores, especializados nos diferentes segmentos de mercado. O Plano Paulson tinha como objetivo central enxugar essa estrutura, diminuindo o que seria uma ineficiência gerada pelo custo excessivo da regulação. Contudo, ele virtualmente ignorava a grande fragilidade já presente no setor (Anbima, 2011).

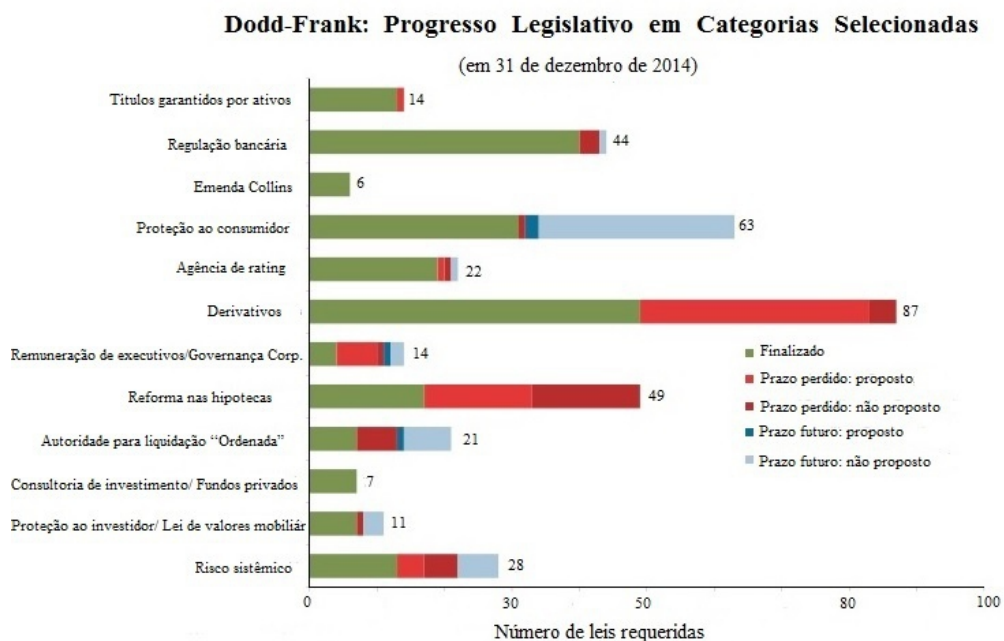
No início de 2009, com a posse do presidente Obama e o agravamento da situação, o Plano Paulson foi abandonado, um conjunto mais amplo de analistas pesou no debate sobre a nova regulação e a posição até então dominante - de que os mercados financeiros se auto governavam e de que havia um excesso de regulação - foi desafiada e enfraquecida. Nesse novo e mais severo contexto, tornava-se mais importante uma percepção radicalmente contrária a esta, qual seja, a de que havia insuficiência de regulação, ou uma liberdade excessiva na operação das instituições, que incessantemente criavam novos produtos e ocultavam os riscos assumidos (Anbima, 2011). Ao mesmo tempo, as instituições *too big and too complex* passaram ao centro das preocupações. Alguns acreditavam que uma regulação eficiente e uma supervisão corajosa poderiam controlar essas instituições, enquanto outros entendiam que seria fundamental sua redução e simplificação. Para estes, por mais eficiente que fosse a regulação, ela seria fatalmente solapada pelos bancos *too big* (Dymski, 2012).

A resposta à crise nesse âmbito veio com o Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (DFA). Esse extenso projeto de lei foi apresentado pelo Poder Executivo ao Congresso em junho de 2009. Após uma série de modificações, o projeto, que definiu os princípios mais amplos da regulação, foi aprovado em julho do ano seguinte, tornando-se lei federal.

Todavia, apesar do projeto de lei ter sido aprovado no Congresso em 2010, ele não entrou em vigor imediatamente. De fato, sua efetiva implementação ocorre em etapas pois requer a aprovação de um conjunto extenso de leis específicas (cerca de 400), bem como a criação de novas instituições. A indicação inicial era de que o processo legislativo levaria de 6 a 18 meses, a contar de junho de 2009. Todavia, tem sido mais lento do que o originalmente previsto e, ao final

de 2014, passados mais de 4 anos, apenas 231 (58%) das 398 leis em pauta já haviam sido aprovadas. A figura a seguir ilustra o acima enunciado.

Figura 1: Dodd-Frank: progresso no processo legislativo em categorias selecionadas



Fonte: Davis Polk (2014)

Por trás da morosidade do processo legislativo está a intensa batalha política travada em torno da nova regulação. Cabe apontar que além da intensidade com que grupos organizados, defendendo interesses específicos, combatem a efetivação de uma legislação mais restritiva e rigorosa sobre as instituições financeiras, a própria passagem do tempo e, com ela, o progressivo esquecimento da crise e seus efeitos devastadores, contribuem para uma tendência de relaxamento das restrições e maior permissividade regulatória. Nesse aspecto, vale observar que o processo de inovações incessante operado pelo mercado pode tornar a nova regulação obsoleta antes mesmo de vir a ser efetivamente aplicada (Minsky e Campbell, 1987; Kregel, 2014).

O Dodd-Frank Act é um documento bastante extenso, com 16 Seções (*Titles*) e centenas de páginas. Contudo, há um certo consenso entre os analistas acerca de seus elementos centrais (Anbima, 2011). Seriam estes:

- i) Adequação às regras do Acordo de Basileia III, de requerimentos de capital relativamente ao volume de ativos ajustados pelos riscos, tendo os reguladores poderes para ajustar o capital requerido – chamada Emenda Collins. Com efeito, de todos os bancos passou a ser exigido mais e melhor capital, relativamente aos níveis pré-crise,

sendo que dos bancos maiores é requerido um colchão de capital superior. Há também requerimentos de liquidez que devem ser cumpridos pelos bancos, em consonância com as novas regras de Basileia III;

ii) Criação do Financial Stability Oversight Council (FSOC), com a responsabilidade de monitorar, em sentido amplo, o sistema financeiro. Ao Conselho, entre outras tarefas, cabe definir as instituições sistemicamente importantes – aquelas que, enfrentando dificuldades significativas, colocariam em risco o sistema²;

iii) Restrição às operações especulativas (*proprietary trading*) e aplicações em fundos de *hedge* ou *private equity* para as instituições que têm acesso aos instrumentos de empréstador de última instância e têm depósitos segurados – chamada Regra Volcker;

iv) Estabelecimento de regras que visam à redução das operações de derivativos de balcão e aumento da transparência desse mercado;

v) Retenção de ao menos 5% do valor dos ativos securitizados nos balanços dos emissores (manter a “pele” em jogo), a fim de reduzir o chamado risco moral e tornar o processo de securitização mais confiável;

vi) Necessidade de divulgação da remuneração dos executivos, bem como de regra de devolução de compensação recebida por desempenho quando ficar estabelecido que o pagamento foi indevido;

vii) Busca de maior transparência para a atuação das agências de *rating*, que, no limite, poderão responder judicialmente por suas recomendações;

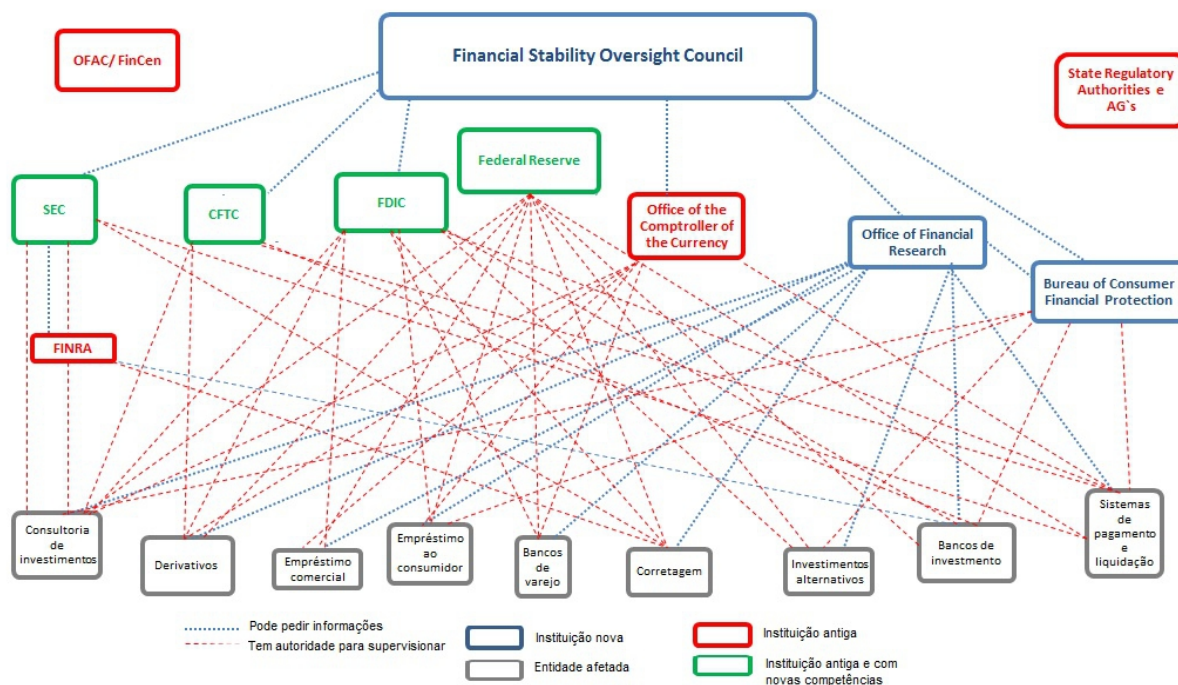
viii) Criação do Consumer Financial Protection Bureau (CFPB), com o objetivo proteger os consumidores por meio da maior e melhor divulgação de informações sobre as transações financeiras nas quais se envolvem.

A figura seguinte apresenta a complexa arquitetura do novo aparato regulatório dos Estados Unidos, no qual estão presentes instituições novas e antigas. Algumas das instituições existentes antes da crise foram reformuladas e ganharam novas competências.

Figura 2: Organização do sistema regulatório norte-americano, competências e instituições³

2 Conforme Yellen (2015), nessa categoria estariam incluídos os bancos grandes e complexos - muitas vezes com atuação internacional -, os bancos estrangeiros operando nos Estados Unidos, bem como outras empresas financeiras, não bancárias, que sejam também grandes e complexas.

3 OFAC/FinCen - Office of Foreign Assets Control/Financial Crimes Enforcement Network; SEC -. Securities and Exchange Commission; CFTC - Commodity Futures Trading Commission; FDIC - Federal Deposit Insurance Corporation; FINRA - Financial Industry Regulatory Authority



Fonte: JP Morgan

No arcabouço do Dodd-Frank Act, o Financial Stability Oversight Council (FSOC) é uma instância que, situada no topo do aparato, não tem ação direta sobre as instituições financeiras reguladas. Seu objetivo é articular o conjunto de reguladores/supervisores de modo a garantir que, para além do foco específico de cada um destes em seus segmentos, seja assegurada uma supervisão ampla sobre o sistema⁴. Nesse sentido, expressa o que após a crise passou a ser chamado de perspectiva macroprudencial da regulação, que deve ser uma dimensão complementar ao foco tradicional, microeconômico – isto é, aquele que tem como objeto o balanço individual de cada uma das instituições financeiras. O FSOC tem oficialmente, como principal intento, assegurar a estabilidade sistêmica. Entre seus membros estão o secretário do tesouro dos Estados Unidos e o *chair* do Federal Reserve, bem como outros dirigentes dos órgãos reguladores e supervisores.

Nessa nova arquitetura de regulação, compete ao FSOC designar as instituições financeiras sistemicamente importantes, bancárias e não bancárias. Ao serem incluídas nesse grupo, passam a ser objeto de supervisão especial por parte do Fed e, de forma mais específica, pelo Large Institution Supervision Coordinating Committee (LISCC)⁵. Cabe apontar que no diagnóstico dos

⁴ To address the fragmentation of responsibility for financial stability across different agencies, the Fed is part of a new interagency body, the Financial Stability Oversight Council, which helps U.S. regulators work together more effectively to better promote the stability of the financial system (Yellen, 2015, p.8).

⁵ To fulfill this mandate and to reorient its supervisory program in response to the supervisory lessons learned from the financial crisis, the Federal Reserve created the Large Institution Supervision Coordinating Committee (LISCC) framework. The LISCC is a Federal Reserve System-wide committee, chaired by the director of the Board's Division of Banking Supervision and Regulation, that is tasked with overseeing the supervision of the largest, most systemically important financial institutions in the United States (Yellen, 2015).

reguladores americanos acerca da crise está claramente colocada a ideia de que as instituições grandes e complexas estiveram no centro dos acontecimentos (Yellen, 2015; Tarullo, 2015). Algumas dessas organizações, bem como entidades ligadas a essas, formaram um *shadow-banking system* sem efetiva supervisão e, dadas as suas interconexões com o resto do sistema, foram um foco de alastramento da crise. Por isso, e esse é um aspecto importante, a abordagem das autoridades sobre as instituições financeiras no âmbito do DFA não é mais uma abordagem unitária, isto é, igual para todas as instituições, mas varia de acordo com o seu tamanho e importância, sendo mais severas as exigências sobre as organizações maiores (Tarullo, 2015)⁶. No limite, o FSOC poderá exigir que uma instituição *too big* seja fracionada, se entender que representa uma ameaça à estabilidade financeira sistêmica.

Assim, seria um objetivo central da nova regulação, de acordo com as autoridades, assegurar que as instituições sistemicamente importantes operem de modo mais seguro. De forma mais concreta e específica, o foco da ação está em quatro áreas: i) incremento nos requerimentos de capital; ii) ampliação da liquidez; iii) melhoria na governança e iv) estabelecimento de planos de recuperação e resolução, para o caso de falências⁷ (Yellen, 2015; www.federalreserve.gov).

Em março de 2015, o Fed/LISCC estava supervisionando de forma especial 16 instituições⁸ que foram consideradas pelo FSOC como sistemicamente importantes. Estas são obrigadas a: i) fornecer regularmente informações sobre capital, alavancagem, liquidez, concentração de portfólio, dívidas de curto prazo e planos de resolução, entre outras⁹; ii) realizar frequentes testes de stress, para verificar a adequação do volume de capital detido; e iii) submeter-se a avaliações semestrais pelo FSOC (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 2010).

Nesse grupo, que conta com instituições bancárias e não bancárias, norte-americanas e estrangeiras, estão as oito maiores *bank holdings* atuantes nos EUA, as quais respondem por aproximadamente 60% do total de ativos do sistema bancário. Como resultados preliminares da atuação sobre estas, os reguladores destacam: i) o aumento de capital nas oito companhias mais importantes sistemicamente, com um crescimento de cerca de US\$500 bilhões; ii) maior atenção do Fed sobre a liquidez, o que contribuiu para a melhora dos indicadores de liquidez das mesmas; iii) a ampliação dos ativos de maior liquidez detidos por estas empresas, bem como uma relevante queda nos seus passivos de curto prazo (Yellen, 2015).

6 The Federal Reserve has implemented the section 165 requirement of graduated stringency for enhanced prudential standards by creating what are, in effect, three categories within the universe of banking organizations with \$50 billion or more in assets. As required by statute, all firms within this universe are subject to basic enhanced standards. Firms with assets of between \$50 billion and \$250 billion are subject only to these basic enhanced standards. Firms with at least \$250 billion in assets or \$10 billion in on-balance-sheet foreign assets are also subject to more stringent requirements, including the advanced approaches risk-based capital requirements, the supplementary leverage ratio, the countercyclical capital buffer, and the full-scope liquidity coverage ratio. (Tarullo, 2015)

7 Desde 31/12/2014 as instituições sistemicamente relevantes são compelidas a apresentarem planos de recuperação para fazer frente a eventuais deficiências de liquidez e/ou em resposta a choques adversos – os chamados *living wills*.

8 A lista das instituições pode ser obtida em: <http://www.federalreserve.gov/bankinforeg/large-institution-supervision.htm>.

9 The recommendations of the Council under subsection may include— i) risk-based capital requirements; ii) leverage limits; iii) liquidity requirements; iv) resolution plan and credit exposure report requirements; v) concentration limits; vi) a contingent capital requirement; vii) enhanced public disclosures; viii) short-term debt limits; and ix) overall risk management requirements (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 2010).

Isso posto, como o desenho do DFA, que espelha uma determinada abordagem teórica, os primeiros movimentos efetivamente observados por parte de reguladores e supervisores, bem como as respostas dadas pelas instituições¹⁰ podem ser interpretados? De forma mais específica, qual seria a crítica Minskyana ao DFA e ao tratamento dispensado às instituições *too big to fail*?

Para o pensamento econômico convencional, subjacente à regulação, o sistema bancário não é um criador de crédito *ex nihilo*, mas um intermediário de poupanças numa economia onde a moeda e as finanças não têm papel real e onde os mercados, inclusive os mercados financeiros, tendem para o equilíbrio. Nessa perspectiva, as crises financeiras são eventos raros, geradas quer por imperfeições do mercado, quer por choques aleatórios e exógenos ao sistema, ou ainda a partir de comportamentos idiossincrático e/ou fraudulentos de instituições específicas.

Minsky, a partir de uma perspectiva teórica radicalmente distinta, insiste no papel central das finanças no capitalismo. Tributário, ao mesmo tempo, de Keynes e de Schumpeter, para Minsky não existe dinamismo econômico sem financiamento de gastos e, de forma ainda mais específica, sem a criação de crédito (moeda) por parte do sistema bancário (Burlamaqui, 2014). Contudo, o autor avança tanto em relação a Keynes quanto em relação a Schumpeter ao apontar o potencial de instabilidade introduzido no interior do sistema pela criação de crédito. De fato, a Hipótese da Instabilidade Financeira (HIF) de Minsky (1986) alargou a compreensão sobre o funcionamento da economia capitalista ao iluminar de forma realmente original não a crise, mas o processo de geração endógena de fragilidade financeira que se desenrola durante a fase ascendente do ciclo econômico.

Para Minsky, cada agente econômico é caracterizado por seu portfólio, o qual é composto de ativos e passivos. Muitos desses ativos, por serem de longa duração temporal e/ou exigirem soma expressiva de recursos para serem adquiridos, tendem a ser financiados. Assim, passivos são gerados à medida que ativos são constituídos. Esses passivos, por sua vez, geram compromissos financeiros futuros, que precisam ser cumpridos.

Segundo o autor, ao longo do período de expansão do crédito há tendência à geração de fragilidade sistêmica a partir da construção e disseminação de estruturas financeiras inovadoras, progressivamente mais arriscadas (ou, como ele denomina, mais especulativas), que requerem refinanciamento do principal e, no limite, dos juros. Tais posturas, por sua vez, são construídas com base em expectativas sobre o futuro – vale dizer, quanto à capacidade do devedor de fazer frente aos compromissos financeiros assumidos –, as quais que vão se alterando. Nesse processo, tanto devedores quanto credores tornam-se crescentemente otimistas. Logo, tanto a moeda (crédito) quanto a fragilidade sistêmica e o potencial de instabilidade (crise) são gerados endogenamente no capitalismo, a partir da estabilidade. Nesse sentido, a crise financeira não é um evento raro, não é um evento aleatório e exógeno, não advém de imperfeições do mercado e nem de comportamentos individuais especialmente arriscados e/ou fraudulentos.

Contudo, se por um lado a fragilidade financeira é inerente às economias que contam com sistemas financeiros relativamente desenvolvidos, por outro lado, Minsky (1992) chama atenção para o fato de que distintas configurações históricas e institucionais podem gerar sistemas econômicos mais ou menos instáveis financeiramente. Um aspecto importante para o qual

¹⁰ De acordo com The Economist (2015), um das quatro maiores bancas americanas teria contratado cerca de 950 novos funcionários para lidar com as 750 regras sobre adequação de capital, outros 450 funcionários para lidar com as novas regras/requerimentos de liquidez e ainda outros 300 para assegurar a conformidade com a chamada Regra de Volcker.

apontam Wray & Tymoigne (2014) é que enquanto a Hipótese da Instabilidade Financeira pode ser interpretada como uma teoria da fragilidade financeira cíclica “em geral”¹¹, em trabalhos realizados a partir dos anos 1990 Minsky adota uma temporalidade mais longa, atento a mudanças estruturais e institucionais profundas nas economias capitalistas¹². Nesse sentido, argumenta que há maior potencial de instabilidade em economias cujos sistemas financeiros são estruturados em torno de conglomerados bancários gigantes, opacos e complexos, associados a estruturas-sombra que se colocam além do alcance da regulação. Em suma, uma dimensão chave da atividade bancária e da estabilidade do sistema, que é a avaliação da qualidade do crédito – isto é, a análise da capacidade do devedor de honrar seus passivos – foi estruturalmente fragilizada pela possibilidade de securitização de empréstimos. Nersisyan & Wray (2010) ressaltam esse aspecto:

The fragility of the financial structure is based on the quality of loans made by bankers. If bankers finance risky operations, they become fragile. Before the invention of securitization, banks were interested in granting loans only to creditworthy customers. As Minsky argued, a successful loan officer was considered to be “a partner of a borrower” ... Financial innovations such as securitization ... however, have separated risk from responsibility, contributing to a deterioration of loan quality and hence greater fragility (Nersisyan & Wray, 2010, p.9).

De fato, tendo como pano de fundo de sua análise a economia norte-americana, o autor aponta o maior potencial de instabilidade existente nos Estados Unidos a partir da desmontagem do Glass-Steagall e da constituição de um “novo” sistema financeiro, no âmbito do que chamou de Money Manager Capitalism (Minsky, 1992 ; Minsky & Whalen, 1996).

A partir dessa perspectiva, Minskyana, como se pode formular a crítica ao Dodd-Frank Act e, de forma mais específica, à regulação sobre os grandes conglomerados? Em primeiro lugar, é preciso apontar que, no tocante ao tratamento dado aos bancos *too big*, 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.

Contudo, e num movimento que é consistente com a avaliação de que as instituições *too big* tiveram um papel de “destaque” na crise de 2007-2008¹³, a regulação dedicou atenção especial a estas. Uma evidência disso está na criação do Financial Stability Oversight Council e em sua articulação com o Fed para definir e tratar de forma diferenciada as instituições sistemicamente importantes. De fato, houve um aumento das exigências sobre os bancos grandes em várias

11 Cabe observar que a HIF foi desenvolvida tendo como pano de fundo o sistema financeiro norte-americano organizado sob o Glass-Steagall.

12 Trata-se do processo de transição do *Managerial Capitalism* para o *Money Manager Capitalism*.

13E também em linha com o que vem acontecendo em âmbito internacional. Cabe apontar que há uma recomendação de maior exigência de capital no arcabouço geral de Basileia III.

frentes¹⁴, tal como nos requerimentos de capital exigidos.

Efetivamente, um aspecto crucial do Dodd-Frank Act são os requerimentos de capital relativamente ao tamanho dos ativos, ajustados pelos riscos¹⁵, – elemento central de Basileia III que foi incorporado no DFA via Emenda Collins. Como já apontado, este novo Acordo de Basileia tem como ponto de partida sua versão anterior – Basileia II –, mas, buscando supostamente maior eficácia, requer mais capital e capital de melhor qualidade¹⁶. Assim, a peça-chave da nova regulação bancária continua sendo aquela presente em Basileia II, a qual delega aos próprios bancos a avaliação de riscos, mas tornaria relativamente mais caro, em termos de capital requerido, deter ativos mais arriscados (Deos, 2012).

Duas ordens de argumentos, que se complementam, justificariam a utilização do requerimento de capital como elemento-chave da regulação bancária a partir de uma perspectiva teórica convencional. Uma primeira linha de argumentos está relacionada à ideia de que comportamentos mais arriscados por parte das instituições financeiras seriam inibidos pelo maior custo de capital. Contudo, de acordo com Minsky, e como já apontado nesse trabalho, os riscos são positivamente reavaliados no desenrolar do ciclo econômico – o que equivale a dizer que menos, e não mais, capital vai sendo alocado à medida que a alavancagem do sistema vai crescendo. Esse fato aponta, na verdade, para a fragilidade crucial de um modelo de regulação que se assenta na auto-avaliação dos riscos por parte dos bancos. Nesse âmbito, pode-se acrescentar a crítica de Tymoigne (2010) que aponta a constante necessidade dos bancos de ampliar o retorno auferido sobre seus ativos, o que os compele a adotar comportamentos mais, e não menos, arriscados e inovadores. Nos termos do autor:

Financial institutions do not have a choice; market mechanisms compel them to find techniques that counter the tendency of the return on equity to decline over time during an expansion. This pressure to lower underwriting criteria, engage in high-stakes activities, and increase leverage is compounded by the fact that institutions (and their investors) have in mind some targeted return on equity and competition among financial institutions can be expected to be strong. As a consequence, it is not difficult to see how financial fragility can emerge over a period of economic stability (Tymoigne, 2010, p. 11).

A segunda ordem de argumentos está relacionada à concepção de que um volume de capital adequado seria capaz de “sustentar” uma instituição gigantesca no momento de crise e, ao fazê-lo, impediria que um problema individual contaminasse o sistema. Nesse ponto, a crítica de inspiração Minskyana é bastante clara e deveras contundente: as grandes crises são sistêmicas, e não individuais. E nas crises sistêmicas, conforme demonstrado em 2008, os colchões de capital¹⁷ individuais, bastante modestos, serão incapazes de sustentar um sistema amplamente fragilizado¹⁸.

14 Além dos maiores requerimentos de capital, há também de liquidez, exigência dos testes de stress e de *living wills*, como foi anteriormente apontado.

15 De fato a nova regulação combina, para tal fim, requerimentos de capital, de liquidez, e *living wills*.

16 Mais especificamente, a exigência mínima de capital regulatório foi definida principalmente em termos do primeiro nível de capital – capital nível 1, ou *tier 1* (Deos, 2012).

17 E o mesmo vale para os colchões de liquidez.

18 Para uma maior elaboração desse argumento ver Tymoigne (2010), Tymoigne (2015) e Tymoigne e Wray (2015).

Conclusão

O presente trabalho buscou analisar as principais transformações no sistema bancário americano a partir da estrutura que se formou após a Grande Depressão, as quais desembocaram na crise financeira de 2008. Procurou apontar, também, os movimentos mais significativos que aconteceram recentemente, no pós crise, com o objetivo de avaliar se houve ruptura das tendências do sistema desde então. Concluiu-se que o problema dos bancos *too big* foi, de certa forma, agravado, uma vez que as operações de salvamento levaram à formação de *bank holdings* ainda maiores e mais complexas.

A resposta à crise de 2008 nos Estados Unidos, do ponto de vista da regulação prudencial, veio em 2009, com o Dodd-Frank Act – ainda em processo de implementação. Num primeiro momento, e dada a gravidade da crise, poder-se-ia esperar uma resposta aguda, que ancorasse a regulação numa perspectiva teórica radicalmente diferente da então vigente, que buscasse uma efetiva reestruturação do sistema e, nesse contexto, levasse à dissolução dos bancos *too big*. Contudo, com a passagem do tempo, o arrefecimento da crise e a recuperação do desempenho das grandes *holdings* bancárias, a pressão política para que houvesse uma reforma mais radical foi enfraquecendo. De fato, o DFA e sua implementação ainda incompleta espelham um processo político complexo, o qual reflete inúmeras negociações e soluções de compromisso. Isso posto, o DFA, efetivamente, não representa uma reestruturação Minskyana do sistema. Como visto ao longo do trabalho, foram não só mantidos, mas de fato ampliados, em seu cerne, os requerimentos de capital, peças-chave da regulação vigente antes da crise, os quais são claramente insuficientes e inadequados quando se trata de lidar com a fragilidade financeira sistêmica a partir de Minsky. Por outro lado, ao mesmo tempo em que é insuficiente para reduzir a fragilidade sistêmica, a ampliação dos requerimentos de capital e, assim, dos custos regulatórios, pode desencadear uma pressão crescente por parte do mercado sobre as grandes instituições financeiras, o que poderá induzir a alterações no formato do sistema.

Por fim, também não seria correto concluir que, do ponto de vista da regulação e supervisão sobre os bancos *too big*, nada foi feito. Em primeiro lugar, porque o Dodd-Frank Act representa uma abordagem regulatória não unitária, na qual há um papel de destaque para as grandes instituições, e que contempla em seu texto a possibilidade de que essas venham a ser objeto de reestruturação caso apresentem riscos para o sistema. Em segundo lugar, porque deve-se ter presente que sua efetiva implementação é um processo ainda em aberto. Assim, devem ser acompanhados cuidadosamente o término da sua implementação, a força com que suas disposições serão aplicadas ao longo do tempo e o sentido que tomarão as suas inevitáveis transformações.

Referências bibliográficas

ANBIMA. **Reforma financeira norte-americana: a Lei Dodd-Frank**. Rio de Janeiro: Anbima, 2011. (Perspectivas, n. 2). Disponível em: <<http://www.anbima.com.br/mostra.aspx/?id=1000001317>>

AVRAHAM, Dafna; SELVAGGI, Patricia; VICKERY, James. (2012). A Structural View of U.S. Bank Holding Companies. **Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review** 18, no. 2.

BURLAMAQUI, Leonardo. (2015). **As Finanças Globais e o Desenvolvimento Financeiro Chinês: Um Modelo de Governança Financeira Global Conduzido Pelo Estado** (mimeo).

BURLAMAQUI, Leonardo; KATTEL, Rainer . Development Theory: Convergence, Catch-up, or Leapfrogging? A Schumpeter-Minsky-Kregel Approach. In: Dimitri Papadimitriou. (Org.). **Contributions to Economic Theory, Policy, Development, and Finance: Essays in Honor of Jan A. Kregel**. 1ed.New York: Palgrave, 2014, v. 1, p. 175-195.

CETORELLI, Nicola; MANDEL, Benjamin; MOLLINEAUX, Lindsay. (2012). The Evolution of Banks and Financial Intermediation: Framing the Analysis. **Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review** 18, no. 2. Disponível em: <http://www.ny.frb.org/research/epr/2012/EPRvol18n2.pdf>

COPELAND, Adam. (2012). Evolution and Heterogeneity among Larger Bank Holding Companies: 1994 to 2010. **Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review** 18, no. 2. Disponível em: <http://www.newyorkfed.org/research/epr/12v18n2/1207cope.pdf>

DAVIS POLK. (2014). **Dodd-Frank Progress Report- December 2014**. Disponível em:<http://www.davispolk.com/Dodd-Frank-Rulemaking-Progress-Report/>

DEOS, Simone. (2012) A regulação do sistema financeiro após a crise. In: CINTRA, Marcos Antonio Macedo; GOMES, Keiti da Rocha (Orgs.) **As Transformações no Sistema Financeiro Internacional [The Transformations of the International Financial System]**. Brasília, IPEA

DEOS, Simone; MENDONÇA, Ana Rosa; BULLIO, Olivia. (2013). Tendências dos sistemas financeiros após a crise e possibilidades de política financeira para a economia brasileira. In: **Dimensões Estratégicas do Desenvolvimento Brasileiro: as mudanças mundiais em curso e seus impactos sobre as perspectivas de desenvolvimento do Brasil**. Brasília, Centro de Gestão e Estudos Estratégicos. V.1.

DODD- FRANK WALL STREET REFORM AND CONSUMER PROTECTION ACT. (2010). Disponível em: <http://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf>

DYMSKI, Gary. (2012). O gênio fora da garrafa: a evolução da política *Too Big to Fail* e a estratégia bancária dos Estados Unidos. In: CINTRA, Marcos Antonio Macedo; GOMES, Keiti da Rocha (Orgs.) **As Transformações no Sistema Financeiro Internacional [The Transformations of the International Financial System]**. Brasília, IPEA.

FIORI, José L. (2015). **Dúvidas e certezas norte-americanas**. São Paulo, Valor Econômico (27/02/2015).

HARDIE, I.; HOWARTH, D. (2011). Market-based banking and the financial crisis. **Working Paper**. Edinburgh: Disponível em: http://www.pol.ed.ac.uk/__data/assets/pdf_file/0004/64561/HardieHowarthMMBFinal32011.pdf.

KREGEL, Jan. (2012). United States Financial Regulation: The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act in Current and Historical Perspective. In: CINTRA, Marcos Antonio Macedo; GOMES, Keiti da Rocha (Orgs.) **As Transformações no Sistema Financeiro Internacional [The Transformations of the International Financial System]**. Brasília, IPEA.

_____. (2013). Proceedings. In: **Financial Governance after the Crisis**. Rio de Janeiro, Brazil. September, 26-27. Disponível em: <http://www.levyinstitute.org/publications/financial-governance-after-the-crisis>

_____. (2014). Minsky and Dynamic Macroprudential Regulation. **Public Policy Brief, no. 131**. Levy Economics Institute of Bard College. Disponível em: http://www.levyinstitute.org/pubs/ppb_131.pdf

LEVY Economics Institute. (2012). **Beyond the Minsky Moment: Where We've Been, Why We Can't Go Back, and the Road Ahead for Financial Reform**. Annandale-on-Hudson, Levy Economics Institute of Bard College. Disponível em: <http://www.levyinstitute.org/publications/beyond-the-minsky-moment-where-weve-been-why-we-cant-go-back-and-the-road-ahead-for-financial-reform>.

MEHRLING, Perry. (1999). The vision of Hyman P. Minsky. **Journal of Economic Behavior & Organization**. V. 39. N.2, P.129-158.

MINSKY, Hyman. (1986). **Stabilizing an Unstable Economy**. New Haven, Yale University Press.

_____. (1992). **Reconstituting the United States' financial structure: Some fundamental issues**, Working Paper Number 69, The Levy Economics Institute of Bard College.

_____. (1994a). Financial Instability and the Decline (?) of Banking: Public Policy Implications. **Hyman P. Minsky Archive, paper n. 88**. Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson (NY).

_____. (1994b). Regulation and Supervision. **Hyman P. Minsky Archive, paper n. 443**. Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson (NY).

_____.; CAMPBELL, Claudia. (1987). How to Get Off the Back of a Tiger, or, Do Initial Conditions Constrain Deposit Insurance Reform?. In: Federal Reserve Bank of Chicago (ed.), **Merging Commercial and Investment Banking – Risks, Benefits, Challenges: Proceedings, A Conference on Bank Structure and Competition**. Federal Reserve Bank of Chicago.

_____.; WHALEN, Charles. (1996). **Economic Insecurity and the Institutional Prerequisites for Successful Capitalism**. Working Paper 165. Annandale-on-Hudson, NY: Levy Economics Institute of Bard College.

NERSISYAN, Yeva; WRAY, L. Randall. (2010). **The Global Financial Crisis and the Shift to Shadow Banking**. Working Paper 587. Annandale-on-Hudson, NY: Levy Economics Institute of Bard College.

OCAMPO, José; GRIFFITH-JONES, Stephany.; NOMAN, Akbar.; ORTIZ, Ariane.; VALLEJO, Juliana.; TYSON, Judith. (2010). The Great Recession and the Developing World. Trabalho apresentado na **Conference on development cooperation in times of crisis and on achieving the MDGs**. Madrid, Junho, 2010. Disponível em: www.policydialogue.org.campo et al. (2010)

OLSON, Peter. (2012). Regulation's Role in Bank Changes. **Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review** 18, no. 2. Disponível em: <http://www.ny.frb.org/research/epr/2012/EPRvol18n2.pdf>

TARULLO, Daniel. (2015). Statement before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs. U.S. Senate. Disponível em: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/tarullo20150319a.htm>

THE ECONOMIST. (2015). **FROZEN**: Regulators have made banking safer: but has that made markets riskier? London, April 18th.

TYMOIGNE, Eric. (2010). Financial Stability, Regulatory Buffers, and Economic Growth: Some Postrecession Regulatory Implications. **Working Paper n.637**. Annandale-on-Hudson, Levy Economics Institute of Bard College. Disponível em: http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_637.pdf

_____. (2015) **Will Basel III succeed where Basel I and Basel II failed?**. Apresentação da 24th Minsky Conference, Abril de 2015.

VERCELLI, Alessandro. (2009). A perspective on Minsky moments: the core of the Financial Instability Hypothesis on light of the subprime crisis. **Working Paper n.579**. Annandale-on-Hudson, Levy Economics Institute of Bard College. Disponível em: http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_579.pdf

WHALEN, Charles. (1999). **Hyman Minsky's Theory of Capitalist Development**. Working Paper 277. Annandale-on-Hudson, NY: Levy Economics Institute of Bard College.

WRAY, L. Randall. (2015). Minsky's Approach to Prudent Banking and the Evolution of the Financial System. In: LEVY Economics Institute. **Reforming the FED's Policy Response in the Era of Shadow Banking**. Annandale-on-Hudson, Levy Economics Institute of Bard College. Disponível em: <http://www.levyinstitute.org/publications/reforming-the-feds-policy-response-in-the-era-of-shadow-banking>

_____.; TYMOIGNE, Eric. (2014). **The Rise and Fall of Money Manager Capitalism: Minsky's half century from World War Two to the Great Recession**. New York, Routledge.

YELLEN, Janet. (2015). **Improving the Oversight of Large Financial Institutions**. Discurso na Citizens Budget Commission, New York. Disponível em: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20150303a.htm>