

# Governança Financeira Após a Grande Recessão: O que Mudou e o que não mudou?

**Jan Kregel**

Diretor de Pesquisa e Professor Sênior  
Levy Economics Institute of Bard College



# A Natureza das Instituições Financeiras

- ▶ **Alan Greenspan**: "A natureza das finanças é que ela não pode ser rentável a menos que seja alavancada de forma significativa ... e enquanto houver dívida, poderá haver falha e contágio."
- ▶ **Hyman Minsky**: "Os bancos são organizações maximizadoras de lucros. O retorno sobre o patrimônio líquido é  $L/VC = (L/A) (A/VC)$  onde L é o lucro, VC é o valor contábil do patrimônio líquido dos proprietários, e A os ativos.
- ▶ Dada essa identidade de lucro, a gerência dos bancos se esforça para aumentar os lucros por dólar de ativos e ativos por dólar de patrimônio "(alavancagem).
- ▶ **Minsky** (citando Henry Simons): "A atividade bancária (Banking) é um fenômeno generalizado, não é algo para ser tratado apenas pela legislação direcionada pelo que chamamos de bancos"

# Visões Diversas sobre Governança

- **Greenspan**: As Forças de Mercado limitam a alavancagem e o risco

"a regulamentação privada tem-se revelado muito melhor do que a do governo no sentido de restringir a tomada de riscos excessivos"

- **Minsky**: As Forças de Mercado produzem uma alavancagem excessiva

"Existe uma falha fundamental em uma economia com instituições financeiras capitalistas, pois não importa quão engenhosos e perspicazes os bancos centrais possam ser, os elementos especulativos e inovadores do capitalismo conduzirão a usos financeiros e relações favoráveis à instabilidade"

# Repensando a Governança de Mercado Após a Crise

- ▶ Greenspan depois da crise financeira de 2008:
- ▶ “Cometi um erro ao presumir que o interesse próprio das organizações, especificamente dos bancos, fosse tal que eles eram capazes de proteger da melhor maneira os acionistas e o patrimônio líquido nas empresas.”
- ▶ “Aqueles de nós, inclusive eu, que consideraram que as instituições de crédito tinham interesse em proteger o patrimônio líquido dos acionistas, estão em estado de choque e descrença.”
- ▶ “Encontrei uma falha. Não sei sua relevância ou se é permanente. Mas estou muito aflito com isso. ”
- ▶ Alan Greenspan, 22 de Outubro de , 2008 Depoimento ao Congresso

# Ciclos de fluxos de capital orientados pela liquidez nos mercados de capital dos países desenvolvidos

- ▶ Crescimento impulsionado por ativos financeiros, nos países desenvolvidos
  - ▶ Excesso de alavancagem, excesso de criação de liquidez: BOOM
- ▶ Nos países em desenvolvimento - distorções dos preços relativos
  - ▶ Fluxos de capital aumentados
  - ▶ Elevação da taxa de câmbio
  - ▶ Distorção da estrutura de produção
- ▶ Crise: Reversão do fluxo de capital, reversão da taxa de câmbio
- ▶ Resposta à crise: Distorção da taxa de retorno *ZIRP+QE*
- ▶ Maior volatilidade dos retornos de fluxos de capital
- ▶ Volatilidade das taxas de câmbio
- ▶ **Podem as medidas de governança pós-crise trazer estabilidade?**

# Grandes inovações de Governança Pós-Crise

## Mais Capital e índices de liquidez

- ▶ Requer um controle por parte dos Diretores com relação a seus agentes e isso não existe nos Mercados Financeiros
- ▶ Admitido por Alan Greenspan na "descrença chocante":
- ▶ Os agentes (Gerência das Instituições Financeiras) não têm qualquer interesse em proteger o patrimônio dos diretores (os acionistas)

## Regulamentação “Macroprudencial”

- ▶ Mudança para Instabilidade Sistêmica
  - ▶ Mas nenhuma teoria de instabilidade sistêmica
- ▶ Não é uma ideia nova: Já havia sido proposta por Minsky nos anos 60 e BIS na Crise Americana de dívidas nos anos 70!

Maior Capital Próprio

# A Nova Função do Capital Bancário

- O Capital Bancário era normalmente uma Restrição Operacional
- Monitoramento interno - Havia muito em jogo:
  - Patrimônio líquido = Acionistas; Gestão = Agente
  - Mais Capital em Risco, Maior incentivo para o acionista monitorar o risco do Agente
  - Monitoramento externo - Disciplina do Mercado
  - Operações de maior risco, múltiplos de capital mais baixos, custos de capital mais elevados, torna-se mais caro arriscar
  - Não há evidência de que o monitoramento interno ou externo funcione
  - Requer imediatismo nos dados do balanço e transparência que não existe
  - E os incentivos talvez sejam inapropriados
  - O mercado avalia fundamentos e aumento de ganhos, não o risco
  - Ainda é uma solução baseada no mercado

# Inverte a visão tradicional do papel do Capital Bancário Próprio

- "Os níveis de capitalização parecem não ter tido relação causal direta com a incidência de falência do banco." (Voyta, 1976)
- "Não é possível elaborar uma medida aceitável de adequação de capital já que a função essencial do capital é servir como uma defesa contra a ocorrência de eventos imprevisíveis." (Lucille Mayne, 1972)
- "A conta de capital de um banco não é adequada para manter a solvência caso haja uma crise grave de liquidez ... a defesa eficaz contra a crise final vem de credores de último recurso.
- Isso não significa que esperamos que o governo socorra instituições mal administradas; *mas também não devemos esperar que as instituições financeiras tenham excesso de capital para socorrer a má gestão da economia por parte do governo.*
- Por uma questão de fato e praticidade, o caso do desastre econômico {TESTES DE ESTRESSE?} deve ser excluído como um cenário relevante para fins de adequação de capital." (Voyta)

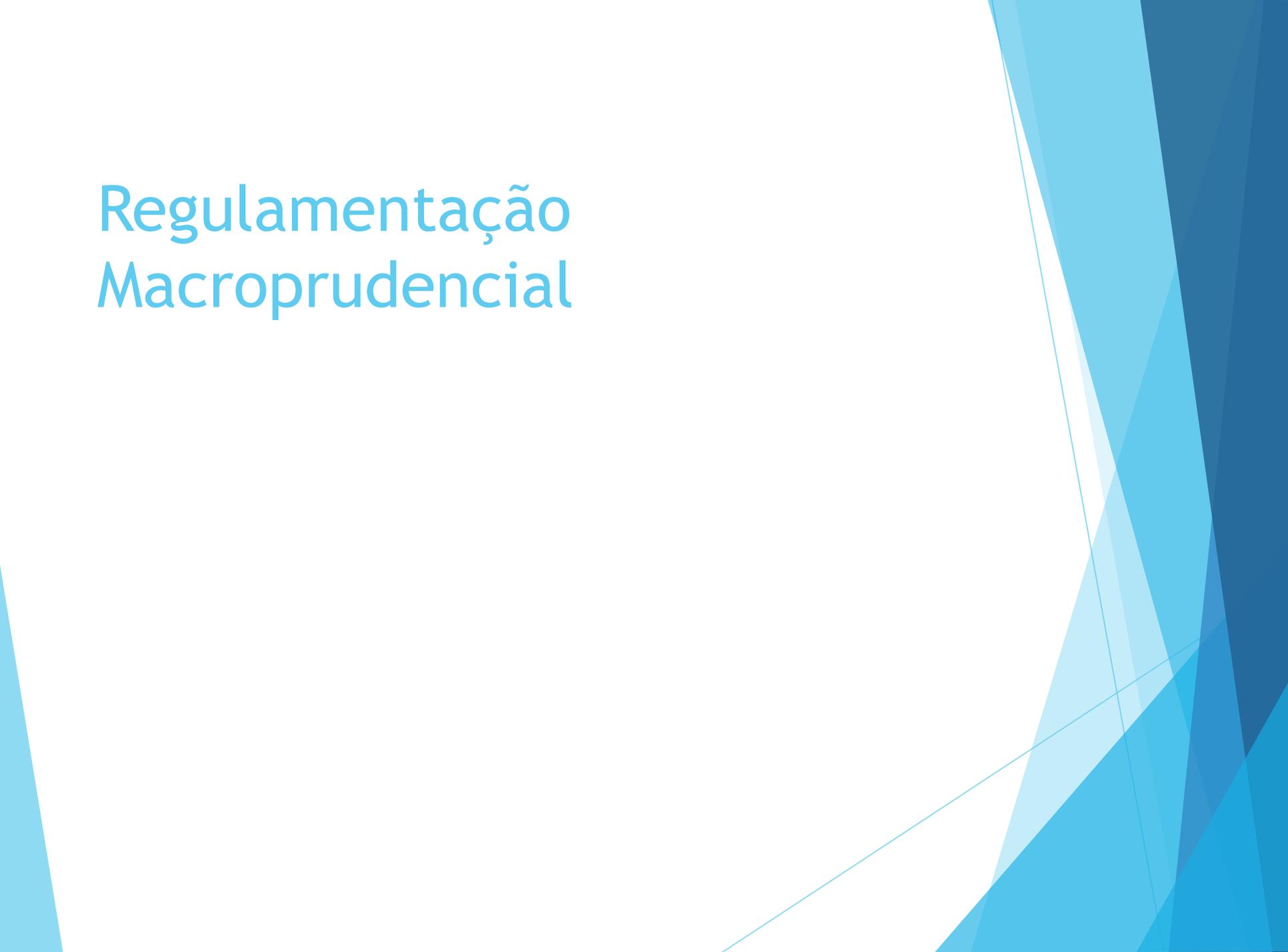
# Pro-ciclicidade dos índices de capital

- Em 1934, os índices de capital bancário aumentaram pois os depositários retiraram fundos
- Na Crise Imobiliária da Flórida de 1920 o melhor preditor de falha não era o capital, mas uma ascensão rápida em ativos, depósitos e preço da ação
- permitiu que os bancos levantassem mais capital e mais barato!
- J. Dimon: no caso de uma crise a JPMChase não estaria disposta a aceitar transferências de depósitos de bancos mais fracos pois isso iria requerer mais capital
- Atualmente depósitos mais elevados incorrem custos de capital mais elevados, um fator que leva a taxas negativas de juros nominais
- Impacto sobre os mercados dos *dealers*: Na crise de 1987 ninguém atendia ao telefone - sem liquidez de mercado

# A Estabilidade vem de Rendas Bancárias Estáveis, não de Capital Bancário

- Minsky: A Fragilidade é determinada pela "validação" dos ativos bancários: A renda flui para atender o serviço da dívida
- Minsky: O grande governo é um componente importante de estabilidade financeira: fixação de um piso sobre os rendimentos
- Visão tradicional: riscos padrões atingidos através da renda atual e cobranças
- Glass-Steagall: Rendimentos bancários garantidos mediante a concessão de um monopólio em depósitos e Flexibilização Monetária com financiamento zero
- Temos uma métrica para determinar o nível apropriado de Capital Bancário? 12%? 15%? 30%? 100%? Estreitamento bancário?
- Após a Crise da Dívida Latina dos anos 80, bancos norte-americanos insolventes operaram de maneira confortável seguindo o "prazo de tolerância regulamentar" de Volcker
- Ou devemos olhar para o tradeoff entre o Capital Bancário e os Ganhos Bancários: A estrutura do Sistema Financeiro

# Regulamentação Macroprudencial

The background of the slide features abstract, overlapping geometric shapes in various shades of blue, ranging from light sky blue to deep navy blue. These shapes are primarily located on the right side and bottom of the frame, creating a modern, dynamic aesthetic.

# O que é regulamentação macroprudencial?

A. Haldane:

- "Desde a crise, a regulamentação financeira tornou-se explicitamente macroprudencial. Esta é uma expressão muito usada, mas geralmente pouco compreendida.
- Em resumo, significa que os tomadores de decisão começaram a usar meios prudenciais para atender vertentes macroeconômicas. Essas vertentes macroeconômicas incluem oscilações de crédito e alavancagem - o ciclo de crédito clássico. Ou, dito de uma outra forma, reduzir o ciclo de crédito parece ser um importante ingrediente de uma ampla estabilidade macroeconômica.

## Desenvolvido nos anos 70 por Lamfalussy no BIS (Banco para Acordos Internacionais)

- ▶ De acordo com Ivo Maes, a ampla abordagem do BIS da estabilidade financeira casando-se com as dimensões micro e macro prudenciais com ênfase na dimensão macroprudencial veio em mente pela primeira vez no Relatório Cruzado sobre inovações em transações bancárias internacionais ... este foi o primeiro documento oficial publicado que usou o termo "macroprudencial"
- ▶ O Relatório Cruzado definiu o domínio macroprudencial como "a segurança e a solidez do sistema financeiro como um todo e os mecanismos de pagamentos" (BIS, 1986, p. 2).
- ▶ ... tem foco no sistema financeiro como um todo, prestando atenção à dimensão macroeconômica das crises financeiras.
- ▶ considera o risco agregado no sistema financeiro como dependente do comportamento coletivo das instituições financeiras (o que contrasta com a visão microprudencial, onde as instituições financeiras são consideradas como não tendo qualquer influência sobre a situação global).

# Qualquer regulamentação precisa de uma teoria

- Os primeiros trabalhos de Minsky (Comissão sobre Dinheiro e Crédito, Estudo Fed sobre o Mecanismo de desconto): A regulamentação exige uma teoria subjacente para explicar a crise sistêmica
- As teorias Keynesiana ou do equilíbrio neoclássico geral não fornecem suporte algum
  - A teoria do equilíbrio auto-ajustável oferece pouco espaço para discussão de uma crise sistêmica, uma vez que ela poderia não acontecer.
- É difícil formular regras prudenciais para atenuar crises financeiras sistêmicas se elas só ocorrem devido a choques externos, aleatórios ou por um comportamento não-racional, idiossincrático (fraudulento).
- A justificativa para a regulamentação foi a erradicação do comportamento perturbado dos péssimos atores ou instituições financeiras mal administradas
- Esta é a REGULAMENTAÇÃO MICROPRUDENCIAL

# Hipótese de Minsky sobre a instabilidade financeira como base para a regulamentação

- Na visão de Minsky, a regulamentação exige "Uma descrição mais completa da instabilidade de uma economia com sistemas bancários ."
- É necessário checar atrás das cortinas, analisar a estrutura dos balanços, compromissos de pagamento e atividades de tomada de posição.
- A tomada de posição para um banco consiste nas operações realizadas para trazer a posição do caixa ao nível exigido pela regulamentação, ou pela administração do banco.
- **Na visão de "tomada de posição", falências bancárias não surgem simplesmente por causa da gestão incompetente ou corrupta.**
- Elas ocorrem principalmente devido à interdependência dos compromissos de pagamento e operações de tomada de posição em todas as instituições e unidades."

# As regulamentações Macroprudenciais devem ser dinâmicas

- Estruturas reguladoras tornam-se obsoletas ou perversas mais cedo ou mais tarde. As atividades normais, com fins lucrativos por parte dos agentes levam à inovação a fim de criar novas fontes de lucros; as inovações podem estar em produtos, processos ou finanças.
- A busca por lucros também impulsiona os agentes a evitar, fugir e se adaptar à estrutura de regulação e intervenção postas em prática para restringir a incoerência. Com o tempo isso prejudica a eficácia de um regime de intervenção que "estabiliza o sistema instável."
- "Como o sistema monetário, o sistema financeiro e a economia estão sempre no processo de adaptação à evolução das circunstâncias, a busca para conseguir dinheiro e direitos de financiamento pode ser uma luta interminável", porque o que é uma estrutura adequada em um certo momento, não é adequada em outro
- **Portanto, se quisermos uma regulamentação eficaz, ela deverá ser reavaliada com frequência e ser coerente com a evolução do mercado e as estruturas financeiras.**

# Abordagem macroprudencial da dinâmica de Minsky

- 1. Uma teoria sistêmica da crise é essencial para a formulação de regulações.
- 2. Regulação deve refletir um “conjunto dinâmico e evolutivo de instituições financeiras e relações...”
- 3. Regulação deve refletir as condições econômicas do presente e do futuro
- 4. Regulação deve refletir as políticas monetárias presentes e esperadas
- 5. Regulação deve ser específica e institucional
  - Teoria de Minsky sobre os estágios das Finanças Capitalistas
    - Capitalismo “Gestor do Dinheiro” requer regulações diferentes
- 6. Regulação deve refletir teorias correntes

# O que há a respeito da atual Regulação Macroprudencial?

Ainda não há Teoria de Crises Sistêmicas/Comportamento cíclico para sustentar as medidas macroprudenciais

- Ainda não há resposta dinâmica para a liquidez e amortecedores de capital contracíclicos
- Ignora incentivos perversos, arbitragem regulatória
- Abordagem “tamanho único” - esse foi o problema com Basileia I e II
- Concepção equivocada de amortecimento da “liquidez”
- Ainda trabalha com base em uma única instituição
- Testes de estresse ainda são iniciativas isoladas
- Regulação prudencial pode oferecer fundamento para a macro regulação? A questão de Haldane. A aplicação da regra de Minsky nada prova.
- Minsky acreditou que as regulações macro e prudenciais eram contraditórias.
- É melhor ter macropolítica de apoio à regulação prudencial

# A Visão Minskyana Alternativa

- A necessidade de maior capital aumenta o VC e reduz (A/VC) (alavancagem) Aumentam os custos de capital do *dealer* de criação de mercado
- Índices de liquidez diminuem o retorno de ativos (+ escassez de garantias)
- A Política de Juros Zero+ Flexibilização monetária reduzem (L/A) o retorno sobre ativos no balanço (ROA)
  - Reduz os ganhos sem risco através do controle da curva de juros da dívida pública
  - O menor custo para os empréstimos de renda fixa reduz a demanda das empresas para pegarem empréstimos
- Lei Regulamentar e de Política Monetária para diminuir de forma cumulativa (L/VC) (Retorno sobre o patrimônio)
- **A Política Monetária alavanca amortecedores de capital com maiores incentivos para aumentar o retorno sobre o patrimônio**
- Um maior retorno sobre o patrimônio pode ser conseguido através de:
  - Uma maior alavancagem,
  - Inovação financeira,
  - Arbitragem regulatória,
  - Atividades não bancárias fora da folha de balanço
    - O seguro também desempenha o mesmo papel: “Resseguros cativos”
  - Taxas e comissões

# Mas o Greenspan ainda acredita na governança de mercado

- ▶ "Uma garantia importante que compensa um maior patrimônio líquido nos próximos anos poderia ser uma redução significativa na supervisão bancária e regulamentação. Os legisladores e reguladores, precisam se preocupar menos com a qualidade do empréstimo e gestão de carteiras já que as perdas seriam absorvidas pelos acionistas, e não pelos contribuintes. Isto faria com que a Lei Dodd-Frank sobre a regulamentação financeira de 2010 fosse arquivada, encerrando o seu potencial para distorcer os mercados - um potencial visto no recente declínio na liquidez e flexibilidade do mercado."
- ▶ Alan Greenspan, "*Higher capital is a less painful way to fix the banks*" Financial Times, 18 de Agosto de 2015, 11.

# Ambiente Regulatório encoraja a Fragilidade

- RoA crescente é limitado pela política monetária, de forma que retornos mais elevados só ocorrem com atividades de maior risco,
  - Ex: spreads de “alto desempenho” historicamente baixos
  - Ou atividades de risco mais elevado em títulos *Z-NIRP*
- Aumento da alavancagem é limitado pela imposição de regulação de capital e taxas de liquidez
- A única solução remanescente é a arbitragem regulatória e a inovação financeira, que sempre criam fragilidade
- **Minsky: Bancos também têm sido engenhosos em desenvolver técnicas para financiar instituições de negócios e financeiras. Isso inclui o desenvolvimento de passivos bancários ocultos, como linhas de crédito e garantias bancárias de financiamento. (Minsky 1977)**

# Uma Solução Alternativa para Gerenciar a Alavancagem

- ▶ Criação de alavancagem separada da provisão de meios de pagamento
  - ▶ 100% de Reserva ou “Narrow Banks” OU Provisão Pública de meios de pagamento
    - ▶ Sistemas de Bancos Postais, Sistemas Móveis
- ▶ MAS: Que tal a criação schumpeteriana de poder de compra para financiar a inovação por destruição criativa? E quebrar o constrangimento da poupança no investimento? VOCÊ PRECISA DE ALAVANCAGEM PARA ISSO!
- ▶ Minsky: “vale a pena investigar se um banco de investimento governamental permanente... é uma característica desejável para uma economia em que as crises de solvência são prováveis de acontecer”
- ▶ Se é financiado/garantido pelo governo, então a liquidez é definida pelo déficit fiscal do governo
  - ▶ Muitos governos têm instituições individuais para fazer isso
  - ▶ Países em desenvolvimento têm bancos de desenvolvimento
  - ▶ Estáveis por definição, desde que seus passivos sejam livres de risco de crédito
  - ▶ Perdas são assumidas pela sociedade como um todo
  - ▶ Investimentos são determinados pelas agências governamentais
- ▶ Brasil já está a meio caminho deste Sistema
  - ▶ Porque ele subsidia a provisão de meios de pagamento do setor privado?
  - ▶ Custo da estabilidade do setor privado: alta taxa de juros, garantias de risco (inflação, taxa de câmbio, taxa de juros, débitos indexados)

# OBRIGADO!

[www.levyinstitute.org](http://www.levyinstitute.org)

