

UNIVERSIDADE NOVE DE JULHO – UNINOVE
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO STRICTO SENSU EM DIREITO

PLINIO AUGUSTO LEMOS JORGE

**AS POLÍTICAS MONETÁRIAS INTERVENCIONISTAS E O ALCANCE DO
CONCEITO “TOO BIG TO FAIL” PARA ALÉM DO SISTEMA FINANCEIRO**

SÃO PAULO/SP

2024

PLINIO AUGUSTO LEMOS JORGE

AS POLÍTICAS MONETÁRIAS INTERVENCIONISTAS E O ALCANCE DO CONCEITO “TOO BIG TO FAIL” PARA ALÉM DO SISTEMA FINANCEIRO

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação Stricto Sensu em Direito da Universidade Nove de Julho – Uninove, como requisito parcial para a obtenção do título de Doutor em Direito.

Área de Concentração: Direito Empresarial - Estruturas e Regulação.

Linha de Pesquisa: Estruturas do Direito Empresarial.

Orientadora: Profa. Dra. Renata Mota Maciel.

SÃO PAULO/SP

2024

Jorge, Plinio Augusto Lemos.

As políticas monetárias intervencionistas e o alcance do conceito “too big to fail” para além do sistema financeiro. / Plinio Augusto Lemos Jorge. 2024.

133 f.

Tese (Doutorado) - Universidade Nove de Julho - UNINOVE, São Paulo, 2024.

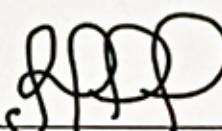
Orientador (a): Prof^a. Dr^a. Renata Mota Maciel.

PLINIO AUGUSTO LEMOS JORGE
AS POLÍTICAS MONETÁRIAS INTERVENCIONISTAS E O ALCANCE DO
CONCEITO "TOO BIG TO FAIL" PARA ALÉM DO SISTEMA FINANCEIRO

Tese apresentada ao Programa de
Pós-Graduação *Stricto Sensu* em
Direito da Universidade Nove de
Julho como parte das exigências
para a obtenção do título de Doutor
em Direito.

São Paulo, 02 de setembro de 2024.

BANCA EXAMINADORA



Profa. Dra. Renata Mota Maciel
Orientadora
UNINOVE

MARCELO Assinado de forma digital por
BENACCHIO:07729055848 MARCELO BENACCHIO:07729055848
Dados: 2024.09.04 11:36:59 -03'00'

Prof. Dr. Marcelo Benacchio
Examinador Interno
UNINOVE

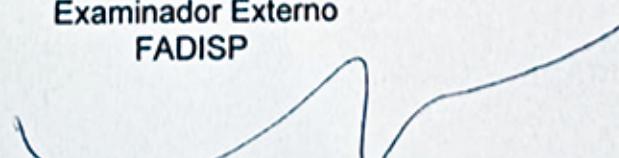
Documento assinado digitalmente
 SAMANTHA RIBEIRO MEYER PFLUG MARQUES
Data: 04/09/2024 10:52:53-0300
Verifique em <https://validar.itb.gov.br>

Profa. Dra. Samantha Ribeiro
Examinador Interno
UNINOVE



Prof. Dr. Lauro Ishikawa
Examinador Externo
FADISP

Profa. Dra. Maria Rita Rebello Pinho Dias
Examinadora Externa
PUC/SP



DEDICATÓRIA

Em homenagem ao meu maior Professor Wiliam Wanderley Jorge, que sobretudo nos ensinou que a vida só joga para ganhar. Saudades.

AGRADECIMENTOS

Agradecimentos a minha Esposa Teresa e as minhas Filhas Mariana e Alice.

Agradecimentos especiais ao meu irmão e sócio André Lemos Jorge que foi o grande incentivador desta conquista.

A Professora Renata Mota pela paciência e atenção ao longo desse trabalho.

RESUMO

A presente tese, construída com base na metodologia hipotético-dedutiva, com pesquisa bibliográfica em doutrina, legislações, informativos e notícias sobre o tema, tem por fim investigar quais as causas e as consequências da mudança de paradigmas a partir da crise imobiliária dos Estados Unidos sobre as políticas globalmente difundidas de intervenção do Estado no sistema financeiro, e se a abrangência dos atores inseridos no conceito de “too big to fail” deve incorporar agentes econômicos de outros setores da economia. Para tanto, debate a política monetária intervencionista formulada pelos Bancos Centrais, principalmente dos Estados Unidos, Europa e Brasil, sua relação com a proteção das instituições financeiras denominadas grandes demais para quebrar, e a mudança de um sistema, antes crente na segurança dos investimentos em títulos públicos mediante bancos, que se volta cada vez mais ao investimento em ações no mercado de capitais mundial. Para isso, primeiramente discorre sobre os conceitos envolvendo a definição de mercado financeiro, para em seguida abordar a ausência de lastro no sistema financeiro mundial e especificamente o lastro em relação à moeda brasileira (Real). Posteriormente, trata da teoria quantitativa da moeda (*quantitative money theory*). Então, adentra-se sobre as políticas monetárias ortodoxas. Após, trata das denominadas políticas heterodoxas, com incursão ao caso da crise japonesa iniciada nos anos de 1990, com foco nas políticas too big to fail, e depois sobre a historicidade do contexto ocidental de mutação cultural e político-jurídica do mercado financeiro e de capitais conforme apresentada no pensamento de Howard Stanley Marks. Na sequência, trata como tais políticas heterodoxas foram adotadas nos Estados Unidos, na Zona do Euro e no Brasil, em subtópicos sobre as respectivas políticas too big to fail. No penúltimo capítulo, aborda a utilização dos métodos de resgate das empresas too big to fail, inicialmente em face das instituições financeiras, em outros setores de mercado, apresentando investigações sobre o assunto. Por fim, conclui da necessidade de se realizar maiores estudos sobre a implementação do “too big to fail” em setores fora do mercado financeiro, a fim de evitar que uma crise global seja novamente disposta e a fim de trazer maior transparência aos atos e práticas dos grandes conglomerados econômicos nos mais diversos ambientes da economia.

PALAVRAS-CHAVE: Política Monetária. Instituições Financeiras. Crise Imobiliária. Mercado de Capitais. Grandes Demais para Quebrar.

ABSTRACT

This thesis, based on hypothetical-deductive methodology, with bibliographical research on doctrine, legislation, newsletters and news on the subject, aims to investigate the causes and consequences of the change in paradigms on the globally widespread policies of State intervention in the financial system that followed the subprime crisis in the United States, and whether the scope of actors included in the concept of "too big to fail" should include economic agents from other sectors of the economy. To this end, it debates the interventionist monetary policy formulated by Central Banks, mainly in the United States, Europe and Brazil, its relationship with the protection of financial institutions called too big to fail, and the change of a system, previously believing in the security of investments in public securities through banks, which are increasingly focused on investing in shares in the global capital market. To this end, it first discusses the concepts involving the definition of the financial market, and then addresses the lack of ballast in the global financial system and specifically the ballast in relation to the Brazilian currency (Real). Subsequently, it deals with the quantitative theory of money. Then, it looks at orthodox monetary policies. Afterwards, it deals with the so-called heterodox policies, with an incursion into the case of the Japanese crisis that began in the 1990s, specially in the too big to fail approach, and then on the historicity of the Western context of cultural and political-legal mutation in the financial and capital markets as presented in the thoughts of Howard Stanley Marks. Next, it discusses how such heterodox policies were adopted in the United States, the Euro Zone and Brazil, with emphasis in the too big to fail programs. In the following chapter, it addresses the use of financial bailouts in face of to big to fail companies, initially from financial institutions, in other market sectors, presenting investigations on the subject. Finally, it concludes that there is a need to carry out further studies on the implementation of "too big to fail" in sectors outside the financial market, in order to prevent a global crisis from happening again and in order to bring greater transparency to acts and practices. of large economic conglomerates in the most diverse economic environments.

KEYWORDS: Monetary Policy. Financial Institutions. Real State Crisis. Capital Market. Too Big to Fail.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Exemplo do multiplicador monetário

Figura 2 – Evolução da taxa básica de juros no Japão

Figura 3 – Evolução da taxa básica de juros no mundo

Figura 4 – Evolução da taxa básica de juros nos Estados Unidos da América

Figura 5 – Evolução do índice da Bolsa de Valores nos Estados Unidos da América

Figura 6 – Evolução da taxa básica de juros na Zona do Euro

Figura 7 – Evolução do índice da Bolsa de Valores na Zona do Euro

Figura 8 – Evolução do índice da Bolsa de Valores no Brasil

Figura 9 – Evolução da taxa básica de juros no Brasil

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	11
1 CONCEITO BASILAR DE MERCADO FINANCEIRO	13
2 A MOEDA E A AUSÊNCIA DE LASTRO	15
2.1 O REAL E O SEU LASTRO.....	18
3 A TAXA BASE DE JUROS E A TEORIA QUANTITATIVA DA MOEDA.....	21
4 POLÍTICAS MONETÁRIAS ORTODOXAS E HETERODOXAS	23
4.1 INCURSÃO AO CASO JAPONÊS	41
4.1.1 As políticas <i>too big to fail</i> no Japão.....	47
4.2 INCURSÃO HISTÓRICA SOBRE A RELAÇÃO ENTRE MERCADO FINANCEIRO E MERCADO DE CAPITAIS ATRAVÉS DO MEMORANDO “SEA CHANGE” DE HOWARD STANLEY MARKS	53
4.3 POLÍTICAS MONETÁRIAS HETERODOXAS NOS ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA.....	58
4.2.1 A adoção da política <i>too big to fail</i> nos Estados Unidos	62
4.4 POLÍTICAS MONETÁRIAS HETERODOXAS NA ZONA DO EURO.....	72
4.4.1 Poíticas <i>too big to fail</i> na Zona do Euro	77
4.5 POLÍTICAS MONETÁRIAS HETERODOXAS NO BRASIL	81
4.5.1 Sobre a adoção da política “ <i>too big to fail</i> ” no Brasil	84
5 EMPRESAS <i>TOO BIG TO FAIL</i> E SETORES NÃO FINANCEIROS DA ECONOMIA ..	94
CONCLUSÃO.....	119
REFERÊNCIAS	122

INTRODUÇÃO

O cenário dos Sistemas Financeiros dos países centrais do capitalismo global está em constante mudança, especialmente a partir da crise dos créditos imobiliários e *subprimes* iniciada em 2008 nos Estados Unidos.

As principais políticas monetárias implementadas até aquele momento entraram em discussão sobre suas finalidades, suas estruturas de funcionamento e seus princípios de ação. Essas políticas, denominadas de ortodoxas por grande parte da doutrina, tendo em vista sua utilização em escala mundial e cuja eficiência havia sido comprovada por inúmeros teóricos e profissionais do setor, se apresentaram como insustentáveis no cenário de crise, surgindo novas políticas a fim de cobrir as necessidades de controle da crise financeira, redução da inflação, controle do índice de desemprego e permanente fortalecimento do setor financeiro tanto em âmbito nacional quanto global.

Para isso, sobrevieram as chamadas políticas monetárias heterodoxas, cunhadas especialmente sobre o controle da taxa de juros básica da economia a índices baixos como nunca vistos, inclusive alcançando valores abaixo de zero (*Zero Lower Bounds*), sobre o resgate de instituições financeiras mediante a injeção de dinheiro pelos Bancos Centrais, sobre tentativas de se garantir uma maior transparência das ações e dos programas das instituições públicas de controle do sistema financeiro, e a criação de novas legislações visando promover a solidez do mercado.

Assim, a presente tese, construída com base na metodologia hipotético-dedutiva, com pesquisa bibliográfica em artigos científicos, doutrina, legislações, informativos e notícias sobre o tema, analisa quais as causas e as consequências da mudança de paradigmas a partir da crise imobiliária dos Estados Unidos sobre as políticas globalmente difundidas de intervenção do Estado no sistema financeiro, e se a abrangência dos atores inseridos no conceito de “too big to fail” deve incorporar agentes econômicos de outros setores da economia. Para tanto investiga a política monetária intervencionista formulada pelos Bancos Centrais, principalmente dos Estados Unidos, Europa e Brasil, sua relação com a proteção das instituições financeiras e a mudança de um sistema, antes baseado na segurança dos

investimentos em títulos públicos mediante bancos, que se volta cada vez mais ao investimento em ações no mercado de capitais mundial.

Para isso, primeiramente discorre sobre os conceitos envolvendo a definição de mercado financeiro, para em seguida abordar com a brevidade necessária a ausência de lastro no sistema financeiro mundial e especificamente o lastro em relação à moeda brasileira (Real).

Posteriormente, trata da teoria quantitativa da moeda (*quantitative money theory*), a qual, servindo de base para a doutrina e teoria financeira até então, entrou novamente no debate sobre suas bases científicas e práticas, especialmente em relação à taxa básica de juros da economia.

Mais adiante, adentra-se com maior profundidade sobre as políticas monetárias ortodoxas, quais sejam, (i) o redesconto bancário, ou empréstimo de liquidez, (ii) o depósito compulsório e o multiplicador bancário (ou multiplicador monetário), e (iii) as operações realizadas no chamado mercado aberto (*open market*), e as políticas heterodoxas, sobre as quais optou-se metodologicamente por realizar primeiramente uma incursão ao caso da crise japonesa iniciada nos anos de 1990, a fim de apresentar a sua aplicação e sua origem contemporânea na prática naquele país, adentrando em tópico específico sobre o surgimento das políticas *too big to fail* e sua implementação no Japão.

Em seguida, é realizada incursão sobre a historicidade do contexto ocidental de mutação cultural e político-jurídica do mercado financeiro e de capitais conforme apresentada no pensamento de Howard Stanley Marks.

Após, adentra mais especificamente na estruturação e instrumentalização do sistema financeiro pelas políticas heterodoxas nos Estados Unidos, na Zona do Euro e no Brasil, dando relevância, em tópicos específicos, na implementação da política *too big to fail* em cada um desses territórios.

Afinal, no penúltimo capítulo aborda a utilização dos métodos de resgate, inicialmente das instituições financeiras, em outros setores de mercado, como o de aviação civil, de automóveis e o de tecnologia, apresentando investigações

acadêmicas sobre o assunto, casos práticos e a abordagem de importantes atores da economia; para, posteriormente, chegar à conclusão.

1 CONCEITO BASILAR DE MERCADO FINANCEIRO

Mercado financeiro pode ser definido como “o ambiente da economia onde se realizam todas as transações com moedas e títulos, e participações de capital”¹. Assaf Neto classifica esse mercado em quatro categorias, conforme o mercado *stricto sensu* que se deseja analisar, sendo eles o mercado monetário, o mercado de crédito, o mercado de capitais e o mercado cambial².

Outra definição de mercado financeiro é feita por Ana Paula Corazzari, que, ao separar dele o mercado de capitais, o conceitua como um “mercado de intermediação bancária ou intermediação financeira”³. Em seus termos, “neste mercado há a interposição da entidade financeira entre os demais participantes que têm recursos disponíveis e os que necessitam de crédito”⁴.

No mesmo sentido, ensinam Roberto Mosquera e Pontes de Miranda, ao afirmarem que “é no mercado financeiro que se desenvolve a atividade bancária por excelência, consistindo na ‘intermediariedade’ a circulação do dinheiro”⁵. Assim:

Diversamente do que ocorre no mercado de capitais, no mercado financeiro os detentores de recursos não realizam negócios diretamente com aqueles que necessitam de crédito e cabe à instituição financeira assumir, por sua conta e risco, a captação de

¹ ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. 12. ed. São Paulo: Atlas, 2014, p. 125.

² Cf. ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. 12. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

³ CORAZZARI, Ana Paula. **A regulação prudencial e “conjuntural” no mercado financeiro brasileiro nas crises bancárias (1990-2009)**. 2010. Monografia (Master of Laws em Mercado Financeiro e de Capitais) – Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, p. 16.

⁴ CORAZZARI, Ana Paula. **A regulação prudencial e “conjuntural” no mercado financeiro brasileiro nas crises bancárias (1990-2009)**. 2010. Monografia (Master of Laws em Mercado Financeiro e de Capitais) – Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, p. 16.

⁵ MOSQUERA, Roberto Quiroga. **Tributação no mercado financeiro e de capitais**. 2.ed. São Paulo: Dialética, 1999, p. 21.

recurso de terceiros e, por meio de repasse destes recursos, o financiamento àqueles que carecem de crédito.⁶

Tendo em vista que o presente trabalho abordará questões relacionadas especificamente ao mercado financeiro, juntamente aos embasamentos teóricos trazidos do mercado de capitais e que àquele mercado diretamente se vinculam, por questões didáticas utilizaremos da divisão referida entre mercado de capitais e mercado financeiro, este abordado tanto no sentido estrito quanto no seu sentido *lato*.

O mercado financeiro em sentido estrito é composto por três agentes principais, que diz respeito à oferta monetária, quais sejam, (i) os bancos, intermediários financeiros que aceitam depósitos e fazem empréstimos para indivíduos e instituições; (ii) os depositantes, pessoas físicas ou instituições que mantêm depósitos nos bancos; e (iii) o Banco Central, este o qual, como afirma Mishkin, tem importância *sui generis*, já que detém em suas mãos a condução da política monetária⁷.

Outra definição que merece ser trazida no presente momento é a de investimento. Sem uma voz uníssona sobre o assunto, tal conceito é delimitado por diversos autores conforme demanda o âmbito respectivo de estudo. Assim, conforme Bruno Meyerhof Salama, para fins de análise tributária, “investimento é um conceito amplo e ligado à geração de renda futura, que não se limita à aquisição de ativo imobilizado, e que não requer vinculação específica na legislação estadual ou distrital instituidora do benefício”.

Ainda numa visão ampla, mas mais relacionada à ciência econômica, Assaf Neto traduz investimento como “a representação do aumento de capital e geração de riqueza”⁸, conceito esse que também pode ser relacionado ao comprometimento atual de dinheiro ou de outros recursos na expectativa de colher benefícios futuros⁹.

⁶ CORAZZARI, Ana Paula. **A regulação prudencial e “conjuntural” no mercado financeiro brasileiro nas crises bancárias (1990-2009)**. 2010. Monografia (Master of Laws em Mercado Financeiro e de Capitais) – Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, p. 16.

⁷ MISHKIN, Frederic S. **The Economics of Money, Banking, and Financial Markets**. 12. ed. Harlow: Global Edition, 2019.

⁸ ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. 12. ed. São Paulo: Atlas, 2014, p. 33.

⁹ BODIE, Zvi; KANE, Alex. MARCUS, Alan J. **Investimentos**. 8. ed. Porto Alegre: AMGH, 2010.

Verifica-se que investimento, em abordagem inserida no estudo do mercado financeiro, está diretamente relacionado à compra de ativos e títulos de dívida para ganhos futuros de capital em prejuízo de gastos econômicos no presente. Essa proposta conceitual está diretamente atrelada ao conceito de juros e/ou ao conceito de lucro de dividendos.

Pode-se adiantar que juros, no mercado financeiro, podem ser definidos como um prêmio para aqueles que renunciam a um resultado presente e pouparam, e um custo para aqueles que antecipam o consumo para o presente. “Trata-se, pois, sob o prisma eminentemente jurídico, de um fruto civil correspondente à remuneração devida ao credor em virtude da utilização do seu capital”¹⁰.

O conceito de juros, assim como o de lucros e dividendos, serão abordados com mais detalhes adiante no presente trabalho, e o que importa, para o momento, é a introdução das definições de mercado financeiro e de investimento, a fim de apresentar as bases conceituais principais do objeto de estudo da tese ora redigida.

2 A MOEDA E A AUSÊNCIA DE LASTRO

Como diz Yuval Harari, a confiança é a matéria-prima com a qual todos os tipos de dinheiro são cunhados. O dinheiro, assim, é um sistema de confiança mútua”, e o papel crucial assumido por essa confiança “explica porque nossos sistemas financeiros se encontram tão intimamente ligados a nossos sistemas políticos, sociais e ideológicos”¹¹.

Há uma forte correlação entre a criação de dinheiro, a confiança das pessoas e a aceitação do seu uso como uma ferramenta de intermediação financeira.

Tal correlação atualmente está organizada sobre a figura do Estado estabelecendo um sistema de estrutura técnica e processual para a administração de

¹⁰ GAGLIANO, Pablo Stolze; PAMPLONA FILHO, Rodolfo. **Novo curso de direito civil**, vol. 2: obrigações, 13.ed. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 336.

¹¹ HARARI, Yuval Noah. **Sapiens**. Uma breve história da humanidade. São Paulo: Companhia das Letras, 2020, p. 197-198.

sua moeda e sua respectiva base cambial, levando em consideração que o dinheiro, para se constituir em símbolo de valor, deve ser ao mesmo tempo escasso e ser aceito soberanamente como objeto de intercâmbio e troca.

Referida estrutura se baseia num conjunto de normas jurídicas, instituições públicas (Banco Central, órgão emissor de moeda, sistemas de negociação de dívidas) e privadas (instituições financeiras) teleologicamente estabelecidas para promover e propagar integração sistêmica, entre específicos atores do mercado.

Assim, a partir do momento histórico em que o Estado passou a ser o único legitimado para a emissão de moedas¹², o valor intrínseco ao dinheiro em espécie passou a ser questionado. Antes, com o uso de alimentos e metais para cunhar valor, a criação e injeção de dinheiro na economia estavam condicionadas à escassez de tais produtos, tendo em vista a dificuldade no processo de plantio e colheita, ou de mineração e extração das matérias primas para sua confecção.

Tal ordem foi sendo mitigada, desde a redução da importância do uso de materiais nobres para a produção das moedas até a formulação de uma política global de ausência de lastro, antes preponderantemente em ouro, e a consolidação de uma nova ordem internacional após o término, em 1971, do sistema de conversão do referido metal para o dólar conforme instituído na conferência de Bretton Woods¹³ (1944) – conferência que também deu origem ao Banco Mundial e ao Fundo Monetário Internacional.

O sistema monetário lastreado em ouro foi identificado como um obstáculo ao crescimento e expansão econômica durante as duas guerras mundiais,

¹² Os primeiros sinais de criação de uma moeda estatal oficial são de 600 a. C., quando a cidade-Estado da Lídia, que ficava na atual Turquia, começou a fundir “metais preciosos na forma de pepitas com peso e grau de pureza pré-determinados e imprimindo uma gravura em cada uma das peças, como um selo de autenticidade”. In: VERSIGNASSI, Alexandre. **Crash**: uma breve história da economia. Rio de Janeiro: HarperCollins Brasil, 2019, p. 34.

¹³ “The Bretton Woods system was the world’s most recent experiment with a fixed exchange rate regime. Although it was originally designed as an adjustable peg, it evolved in its heyday into a de facto fixed exchange rate regime. That regime ended with the closing by President Richard Nixon of the gold window on 15 August 1971”. In: BORDO, Michael D.; EICHENGREEN, Barry. (eds.) **A Retrospective on the Bretton Woods System**: Lessons for International Monetary Reform. Chicago: University of Chicago Press, 1993, p. 3.

desestabilizando o sistema de conversão internacional estabelecido pela Grã-Bretanha, até neste período a maior economia do mundo¹⁴:

O padrão-ouro definia que a oferta de moedas deveria ser baseada na quantidade de reservas em ouro que o país tivesse, e que, se o país obtivesse déficits no balanço de pagamentos, ou seja, importasse mais do que exportasse, deveria vender reservas em ouro para estabilizar o déficit em conta corrente. Os países que tinham a balança comercial superavitária, tornavam-se compradores de ouro no sistema internacional, podendo assim financiar o investimento, estabelecendo uma nova oferta de moedas, e aumentando a liquidez do sistema doméstico. Os países que tinham déficits em conta corrente e estivessem atrelados ao padrão-ouro, deveriam estabelecer taxas de juros elevadas para atrair a quantidade de moeda necessária que sanasse as contas no balanço de pagamentos.¹⁵

Dessa maneira:

O acordo de Bretton Woods, portanto, foi importante como procedimento de institucionalização da hegemonia dos EUA no campo monetário internacional, e o aspecto-chave neste sentido foi a definição do ouro como ativo de reserva. A partir da aceitação do dólar como referencial internacional, a gestão monetário-financeira mundial, de fato, passa a estar sujeita aos ditames da política norteamericana.¹⁶

A partir de 1971, quando o presidente Richard Nixon anunciou um plano econômico que acabou com a conversibilidade do dólar em ouro, referida moeda passou a ter liberdade para flutuar enquanto padrão flexível, o que permite que os Estados Unidos não tenham que perder competitividade real em nome da “manutenção de sua preeminência financeira e monetária. A outra vantagem para os Estados Unidos da ausência de conversibilidade em ouro é a eliminação pura e simples da sua restrição externa”¹⁷.

¹⁴ BRAZ, Emerson Davi Pereira. De Bretton Woods ao Regime de Bandas Cambiais: Análise da taxa de Câmbio no Brasil de 2009 a 2019. **Revista Aurora**, v.13, n. 1, p. 59-76, Marília, jan./jun., 2020, p. 60.

¹⁵ BRAZ, Emerson Davi Pereira. De Bretton Woods ao Regime de Bandas Cambiais: Análise da taxa de Câmbio no Brasil de 2009 a 2019. **Revista Aurora**, v.13, n. 1, p. 59-76, Marília, jan./jun., 2020, p. 60.

¹⁶ BAER, Mônica; CINTRA, Marcos A. M.; STRACHMAN, Eduardo; TONETO JÚNIOR, Rudinei. Os desafios à reorganização de um padrão monetário internacional. **Revista Economia e Sociedade**, n. 4, p. 79-126, jun. 1995, p. 80.

¹⁷ SERRANO, Franklin. Do ouro imóvel ao dólar flexível. **Economia e Sociedade**, v. 11, n. 2, p. 237-53, Campinas, jul./dez. 2002, p. 251.

O lastro em materiais preciosos, alimentos, ou qualquer outro produto da natureza está, hoje, praticamente extinto em todos os países do globo. Vale salientar também que alguns países estabeleceram economia sem lastro oficial, como é o caso brasileiro, e outros decidiram por lastrear o dinheiro soberano, muitos deles ao dólar americano, moeda essa ainda de maior força no mercado internacional.

2.1 O REAL E O SEU LASTRO

No Brasil, em junho de 1994, no governo de Fernando Henrique Cardoso, o Banco Central emitiu a Resolução 2.082, que dispôs sobre os limites de criação e forma de sustentação do real, essa a nova unidade do sistema monetário.

Nesta normativa, foi fixado o valor do título a ser emitido até março de 1995, especificando que o suporte à referida emissão do Real seria constituído por parte das reservas internacionais disponíveis em moeda estrangeira e ouro, expressas em seus equivalentes em dólares norte-americanos (art. 2º), o que permitiu ao Banco Central alocar reservas internacionais vinculadas para fins de sustentação da moeda, inclusive dos ativos que a compõem, na intenção de garantir sua liquidez. (art. 2º, § 1º). Também enunciou que:

Art. 3º A vinculação de reservas internacionais implicará lançamento contábil em conta denominada Lastro Monetário, concomitantemente a registro na conta Emissão Monetária Autorizada, do Banco Central do Brasil, observando-se que:

Parágrafo 1º A vinculação de reservas internacionais será efetuada em volume e datas correspondentes ao início dos trimestres especificados no art. 1º desta Resolução.

Parágrafo 2º A paridade utilizada na vinculação de reservas internacionais será de R\$1,00 (um real) por U\$1.00 (um dólar dos Estados Unidos), por tempo indeterminado.

Parágrafo 3º Os rendimentos das aplicações das reservas vinculadas não se incorporarão a estas, devendo agregar-se às reservas não vinculadas.

A partir dessa resolução, em junho de 1995, foi promulgada a Medida Provisória 1.027/1995, posteriormente convertida na Lei 9.069/1995. Esta norma estabelece que as reservas internacionais que podem ser utilizadas para dar suporte à emissão de

reais são ativos internacionais líquidos denominados ou conversíveis em dólares dos Estados Unidos (art. 3º, § 1º); e que a respectiva taxa de paridade será de um dólar norte-americano para cada real emitido (art. 3º, § 1º).

Esses dispositivos foram posteriormente revogados pela Lei 13.820/19, ainda em vigor, quando foram completamente extintas as garantias e decisões vigentes quanto à sua paridade.

Assim, atualmente, o real é definido, assim como o dólar americano, como moeda fiat, fiduciária, ou seja, moeda sem lastro em metais ou em qualquer outra moeda, e sem valor intrínseco, subtraído este basicamente da crença da população sobre seu poder de compra e da prescrição legal para sua utilização no território nacional.

Esse caráter fiduciário da moeda repousa na confiança dos agentes na continuidade da sua utilização sem lastro. “Um dos mais importantes fundamentos dessa confiança é a certeza, mesmo difusa, de que, se necessário, a autoridade monetária emitirá moeda para suprir as necessidades da economia e/ou para permitir ao Estado cumprir suas obrigações financeiras”¹⁸.

Vale abrir um parêntese, aqui, para salientar que não escapa do entendimento de que há coexistência contemporânea, ainda que incipiente, de outras moedas, além das oficiais e legais como o real.

A referência que se faz é, por exemplo, às criptomoedas, as quais estão inseridas num movimento recente tanto de uma grande flutuação de seus preços e da dinâmica de corretagem desses ativos financeiros, e da sua baixa ou ausente regulamentação no globo, quanto da incorporação de sua tecnologia, diretamente vinculada, das *blockchains*, nos sistemas de moedas digitais em curso em diversos países, como por exemplo, no Brasil, o real digital, e no Japão, a sua relativa normatização e sua utilização enquanto moeda paralela à oficial, e cuja normativa do país chama atenção para seu atrelamento ao iene.

¹⁸ FARHI, Maryse. Revelações da crise: moeda fiduciária e as relações tesouro/Banco Central. **Revista de Economia Política**, vol. 34, n. 3, pp. 396-412, jul./set. 2014, p. 402.

Outros ativos financeiros também “paralelos” ao real, e a ele lastreados, são as chamadas moedas sociais, em permanente avanço no Brasil. Hoje, há aproximadamente 150 moedas sociais em todo o território brasileiro, circulando simultaneamente ao real em diversos municípios e localidades do país.

Algumas dessas moedas foram criadas a partir de iniciativas locais, como o Banco Palmas, iniciado em 1998 no Conjunto Palmeiras, na cidade em Fortaleza; e outras surgiram a partir de legislações municipais, como o Banco Mumbuca, em Maricá, na região metropolitana do Rio de Janeiro, pela Lei nº 2.448/13, que instituiu o Programa Municipal de Economia Solidária, Combate à Pobreza e Desenvolvimento.

Sobre sua normatização, atualmente é enunciada pela Lei nº 12.865/13, e pela regulamentação nº 4.282, na qual o Banco Central do Brasil “estabelece as diretrizes que devem ser observadas na supervisão das instituições de pagamento e dos arranjos de pagamento integrantes do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB)”¹⁹. Vale ressaltar, ainda, que:

[...] o fundamento básico para a utilização da moeda social diz respeito ao fato de que ela só é válida nos territórios que a implementam com o objetivo de estimular a produção e o consumo local. Além disso, apesar de serem lastreadas em reais, as moedas sociais não são emitidas pela Casa da Moeda, mas pelos Bancos Comunitários de Desenvolvimento (BCD). Outra curiosidade é que os bancos comunitários também oferecem empréstimos em moeda social para os moradores das comunidades que não têm acesso aos serviços prestados pelos bancos tradicionais.²⁰

Fechando o parêntese, importante esclarecer que no presente trabalho tanto as moedas sociais, quanto as criptomoedas, não serão o enfoque principal, tendo em vista não estarem diretamente relacionadas e, portanto, não serem objetos principais que mereçam abordagem no campo das políticas monetárias em torno dos juros

¹⁹ TAVARES, Yasmim. Sai o real, entra a moeda social: economia solidária é aposta para enfrentar desigualdade. **Valor Investe.** 17 mai. 2022. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/> Acesso em 20 abr. 2023.

²⁰ TAVARES, Yasmim. Sai o real, entra a moeda social: economia solidária é aposta para enfrentar desigualdade. **Valor Investe.** 17 mai. 2022. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/> Acesso em 20 abr. 2023.

básicos instituídos pelos Bancos Centrais que aqui serão tratados, inclusive o brasileiro.

3 A TAXA BASE DE JUROS E A TEORIA QUANTITATIVA DA MOEDA

O impacto na economia nacional da taxa de juros básica, denominada no Brasil de Selic, negociada ao consumidor final e nas negociações interbancárias, é objeto de debates no meio acadêmico até hoje, e principalmente pós crise do *subprime* de 2008. Uma das teorias que buscava explicar esse contexto era a denominada Teoria Quantitativa da Moeda. Essa teoria, esqueleto teórico da Economia Monetária do século XVIII, serve de base para a denominada Escola Monetarista, modernamente estruturada sobre no pensamento de Milton Friedman, principalmente em seu trabalho intitulado *Studies in the Quantity Theory of Money*²¹.

Essa teoria teve seu apogeu em 1970, guiado especialmente, mas não só, pela Escola de Chicago, compreendendo que flutuações no crescimento da oferta monetária precederam tanto picos quanto reduções nos ciclos econômicos desde o século XIX. Como informam Gentil Corazza e Rodrigo Kremer, “essencialmente, a Teoria Quantitativa da Moeda é a hipótese sobre a causa principal das variações no valor da moeda. Estabelece que o estoque de moeda, ‘M’, é o principal determinante do nível geral de preços, ‘P’”²².

Em outras palavras, os preços no mercado variarão exatamente na mesma proporção que variar a base monetária, tendo de fato uma relação de causalidade: a variação na oferta monetária precede e causa variação no nível de preços, mesmo que esse processo de ajuste, já em Friedman, tenha um tempo para ocorrer, ou seja, é defasado, há um processo de ajuste, mas ele não é imediato, mas sim dinâmico.

²¹ FRIEDMAN, Milton; COGAN, Phillip; KLEIN, John J.; LERNER, Eugene M.; SELDEN, Richard T. *Studies in the Quantity Theory of Money*. Chicago: University of Chicago Press, 1956.

²² CORAZZA, Gentil; KREMER, Rodrigo L. Friedman e o monetarismo: A Velha Teoria Quantitativa da Moeda e a Moderna Escola Monetarista. **Análise Econômica**, ano 21, n. 39, Porto Alegre, mar. 2003, p. 66.

Pressupõe também, então, a relação causal mediata de que “uma expansão na oferta monetária implica uma queda na taxa de juros”²³. Milton Friedman adota referida Teoria, e agrega, ainda, que é a quantidade real de moeda (ou seja, ajustada à inflação), e não a quantidade nominal (sem esse ajuste), que realmente importa para os agentes econômicos.

Essa teoria, assim, contradiz os preceitos keynesianos. John Maynard Keynes afirmava que a política fiscal é a ferramenta mais eficiente para estabilizar a demanda agregada, que é a demanda em quatro pilares, quais sejam, consumo, investimento, gastos do governo e exportações líquidas, estabilizando, consequentemente, o preço e a inflação²⁴. Já para Friedman, a política monetária é o melhor instrumento para isso. Milton Friedman defende também uma contínua evolução da expansão monetária, evitando políticas discricionárias como melhor forma de controle, já que essa expansão equilibra as expectativas e aumenta a segurança dos agentes de mercado e dos consumidores²⁵.

A expansão monetária e a Teoria Quantitativa da Moeda, adotadas mundialmente da década de 1980 à 2007, foram realizadas, especialmente nos países desenvolvidos, mediante a redução constante da taxa básica de juros, a qual, conforme já foi explicado, quanto maior, mais limita a expansão de crédito pelas instituições financeiras, tendo em vista principalmente a redução do montante disponível para a multiplicação de dinheiro pelos bancos, também denominado como o processo de criação de múltiplos depósitos.

Como, pela teoria então predominante, a redução das taxas básicas de juros tem relação direta com a redução da inflação e controle da demanda agregada, o sucesso dessa política determinava a necessidade de contínua deflação, consequentemente, reduzir o nível médio das taxas de juros nominais (que são as taxas de juros de fato, ou seja, sem considerar a inflação), o que levou à probabilidade

²³ CORAZZA, Gentil; KREMER, Rodrigo L. Friedman e o monetarismo: A Velha Teoria Quantitativa da Moeda e a Moderna Escola Monetarista. **Análise Econômica**, ano 21, n. 39, Porto Alegre, mar. 2003, p. 73.

²⁴ Cf. KEYNES, John Maynard. **Teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. São Paulo: Saraiva Uni, 2012.

²⁵ Cf. FRIEDMAN, Milton; COGAN, Phillip; KLEIN, John J.; LERNER, Eugene M.; SELDEN, Richard T. **Studies in the Quantity Theory of Money**. Chicago: University of Chicago Press, 1956.

de que a taxa básica chegasse ao seu menor limite, não podendo mais ser reduzida. “O Japão já enfrentava essa situação desde a década de 90, mas, com a crise financeira de 2007-2008, o problema do *zero lower bound* (ZLB) passou a ser uma realidade também nas economias dos Estados Unidos e da Zona do Euro”²⁶.

Essa redução constante da taxa de juros teve como marco a crise financeira de 2007-2008, de dimensão global, do *subprime*. A redução, então, das taxas de juros, enquanto política monetária fidelizada à Teoria Quantitativa da Moeda, ao chegar a patamares de ZLB, configurou-se como uma política não convencional dos Bancos Centrais. Esse processo, a partir da ruptura no sistema financeiro ocasionada pela crise, principalmente estadunidense:

[...] levantou questionamentos a respeito da teoria econômica dominante, que depositava na livre ação do mercado a tarefa de reestabelecer o funcionamento do sistema financeiro e reerguer a atividade econômica. O que se viu, na realidade, foi que a gravidade da crise foi tamanha que os formuladores de políticas públicas passaram a atuar tanto no campo fiscal, fazendo com que o endividamento do governo americano atingisse níveis elevados à época, quanto no campo monetário, com a adoções de medidas consideradas heterodoxas, que ficaram conhecidas como políticas monetárias não convencionais.²⁷

A partir de então, junto às baixas taxas de juros, diversas políticas monetárias heterodoxas passaram a ser aplicadas pelos respectivos Bancos Centrais, especialmente na Europa e nos Estados Unidos, dentre elas os chamados *Forward Guidances* e a denominada *Quantitative Easing* (afrouxamento quantitativo), ambos que serão explicados quando adentrarmos no capítulo referente.

4 POLÍTICAS MONETÁRIAS ORTODOXAS E HETERODOXAS

Para fins didáticos, estabelecemos aqui uma divisão entre políticas monetárias ortodoxas, estas sendo as políticas convencionais, de uso ordinário dos Bancos

²⁶ MARASCA, Julia. **Os instrumentos não convencionais de política monetária em um contexto de taxas de juros no “Zero Lower Bound”**. 2021. Monografia (Ciências Econômicas) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, p. 11.

²⁷ MARASCA, Julia. **Os instrumentos não convencionais de política monetária em um contexto de taxas de juros no “Zero Lower Bound”**. 2021. Monografia (Ciências Econômicas) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, p. 11.

Centrais para o controle da taxa de juros e da inflação, quais sejam, basicamente, (i) as políticas de redesconto, ou empréstimos de liquidez, (ii) as exigências de reservas (depósitos compulsórios) juntamente ao multiplicador monetário, e (iii) as operações de mercado aberto; e as políticas monetárias heterodoxas, compondo estas as políticas recentes que instrumentalizaram, e ainda o fazem, tendo em vista a necessidade dos Bancos Centrais em lidarem com a crise financeira global iniciada em 2007 e a continuidade de um programa de redução da inflação, quais sejam, (i) a redução drástica das taxas de juros a pontos próximos de zero ou negativos, (ii) a adoção do critério das empresas *too big to fail*, (iii) a transparência e o controle dos Bacens, enfatizados pelo *Forward Guidance*, e (iv) as políticas de afrouxamento quantitativo, conforme será explicado mais à frente. Primeiramente, vamos tratar das políticas ortodoxas, convencionais, realizadas pelos Bancos Centrais.

A seguir, vamos nos aprofundar mais nas políticas monetárias ortodoxas, conforme acima indicadas. Dentre elas, trataremos com mais detalhes as que são mais relevantes para o tema do presente trabalho, quais sejam, o redesconto bancário, as exigências de reservas (depósitos compulsórios) juntamente ao multiplicador monetário, e as operações de mercado aberto.

O redesconto bancário, ou empréstimo de liquidez, diz respeito a empréstimos realizados pelo Bacen para as instituições financeiras que têm pouco dinheiro em caixa para realizar suas operações, ou seja, baixa quantidade monetária de reservas.

A política de redesconto ou empréstimos de liquidez “afeta o volume de empréstimos que o Banco Central concede aos bancos”²⁸. As formas do Banco Central de manipular tais empréstimos é através ou do controle da quantidade disponível ou do controle da taxa de redesconto.

A taxa de redesconto é o principal instrumento utilizado pelo Banco Central para operacionalizar o redesconto bancário, sendo, de fato, a taxa de juros cobrada pelos empréstimos realizados. Controlando essa taxa, o Bacen pode estimular ou desestimular os bancos a fazerem tais empréstimos: se aumenta a taxa de

²⁸ MARASCA, Julia. **Os instrumentos não convencionais de política monetária em um contexto de taxas de juros no “Zero Lower Bound”**. 2021. Monografia (Ciências Econômicas) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, p. 21.

redesconto, os bancos têm menos opções para aumentar seus recursos, enquanto, o Banco Central reduzindo essa taxa, possibilita que os bancos adquiram recursos financeiros com mais facilidade e possam incluí-los em suas reservas para a realização devida de suas operações no mercado. Em outras palavras:

Ao controlar o valor dessa taxa, o Banco Central cria um estímulo para que os bancos façam mais ou menos empréstimos. Ou seja, com uma taxa de redesconto baixa, os bancos poderão captar mais dinheiro com o Banco Central para aumentar suas operações de crédito. Ao mesmo tempo, aumentando a taxa de redesconto, os bancos terão que pagar mais para pegar dinheiro emprestado, o que reduz a capacidade financeira dos mesmos para repassarem esse crédito ao mercado.²⁹

Há a possibilidade também desse sistema de redesconto ser utilizados em procedimentos de empréstimos interbancários, sendo, nesse caso, o momento em que um banco desconta seu título adquirido com outro banco, recuperando de volta o dinheiro aplicado.

A taxa de redesconto é balizada em face da taxa de juros dos títulos públicos, e “a maioria destes empréstimos é feito durante crises, quando os empréstimos interbancários não são suficientes para garantir a liquidez necessária”³⁰. Nesses períodos, “o Banco Central atua como credor de última instância”³¹.

Vale salientar também que desde a criação do Federal Reserve, o Banco Central estadunidense, e mais precisamente após a publicação do documento intitulado *Modern Money Mechanics* em 1961, as instituições financeiras, numa doutrina que se difundiu rapidamente para a Europa e América Latina, incorporaram as reservas fracionárias em seus métodos de geração e circulação de dinheiro.

Tal documento, largamente utilizado nos Bancos Centrais pelo mundo, serviu e ainda serve de base para a padronização global da relação entre dívida-crédito

²⁹ REIS, Tiago. Como o Banco Central regula a liquidez da economia com o redesconto bancário. **Suno**. 29 out. 2018. Disponível em <https://www.suno.com.br/> Acesso em 20 abr. 2023.

³⁰ MARASCA, Julia. **Os instrumentos não convencionais de política monetária em um contexto de taxas de juros no “Zero Lower Bound”**. 2021. Monografia (Ciências Econômicas) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, p. 21.

³¹ MARASCA, Julia. **Os instrumentos não convencionais de política monetária em um contexto de taxas de juros no “Zero Lower Bound”**. 2021. Monografia (Ciências Econômicas) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, p. 21.

inicialmente estabelecida entre as instituições financeiras e o Estado, e o caráter da moeda sem valor intrínseco, determinado preponderantemente pela criação artificial de sua escassez. Enuncia, assim, que:

O que, então, torna esses instrumentos - cheques, papel-moeda e moedas - aceitáveis pelo valor nominal no pagamento de todas as dívidas e para outros usos monetários? Principalmente, é a confiança que as pessoas têm de que poderão trocar esse dinheiro por outros ativos financeiros e por bens e serviços reais sempre que quiserem. O dinheiro, como qualquer outra coisa, deriva seu valor de sua escassez em relação à sua utilidade.³² (tradução nossa)

Dessa maneira, para a consolidação de um sistema monetário escasso e confiável, tem-se como base a formação de reservas, depósitos compulsórios, instrumento inserido na teoria e prática da chamada “reserva fracionária”, por meio do qual, numa relação entre dívida e crédito, obriga-se as instituições financeiras a manter uma certa parcela, do total de depósitos que têm, em caixa no Banco Central, para proteger os seus clientes e os bancos especialmente durante altas potenciais de movimentações de saques em curto prazo, e também evitar a multiplicação descontrolada da moeda escritural³³, e demais situações extremas e de risco para o sistema financeiro nacional.

Os Bancos Centrais exigem que bancos comerciais mantenham uma parte de suas reservas, definida por uma taxa determinada, como um depósito compulsório.

As mudanças nessa taxa de reserva exigida afetam o multiplicador monetário e, consequentemente, a oferta de moeda. Um aumento nas exigências de reservas

³² “What, then, makes these instruments - checks, paper money, and coins - acceptable at face value in payment of all debts and for other monetary uses? Mainly, it is the confidence people have that they will be able to exchange such money for other financial assets and for real goods and services whenever they choose to do so. Money, like anything else, derives its value from its scarcity in relation to its usefulness”. In: NICHOLS, Dorothy M. **Modern Money Mechanics**. Chicago: Federal Reserve Bank of Chicago, 1961, p. 3.

³³ Moeda escritural pode ser conceituada como o uso dos depósitos bancários como meio de pagamento. Como explica Marcelo de Castro Cunha Filho, “[...] o sistema bancário atualmente conta um mecanismo por meio do qual os débitos criados por meio de lançamentos escriturais não correspondidos, também conhecidos como moeda escritural, tornam-se amplamente aceitos na sociedade apesar do risco que guardam. Esse mecanismo, chamado de monetização, consiste na possibilidade de conversão do débito (moeda escritural) em moeda estatal em virtude da organização hierarquizada do sistema financeiro em cujo topo se encontra o Banco Central, que concentra as prerrogativas de emitir a moeda estatal na contemporaneidade, e de prover, como prestamista de última instância (lender of last resort), assistência financeira de liquidez ao setor privado”. In: CUNHA FILHO, Marcelo de Castro. As bases institucionais da moeda. **Revista Estudos Institucionais**, v. 7, n. 1, pp. 419-441, jan./abr. 2021, p. 434.

reduz a quantidade de depósitos com potencial de gerar múltiplos depósitos, levando a uma contração da oferta de moeda. Um aumento no compulsório também aumenta a demanda por reservas e eleva a taxa básica de juros.

Assim, tais reservas correspondem a uma fração dos depósitos bancários que o banco é obrigado a manter em seu caixa, depositada junto ao Banco Central, e todo o restante pode ser multiplicado e negociado, mediante empréstimos e outros produtos financeiros, diversas vezes no mercado. Dessa maneira, permite que o Bacen execute sua política monetária, e tal valor pode ser reajustado periodicamente.

Atualmente, no Brasil, as principais normativas que regulam esse depósito são a Lei nº 4.595/64, responsável por dispor, entre outras providências, sobre a política e as instituições monetárias, bancárias e creditícias, e por criar o Conselho Monetário Nacional; a Lei nº 9.069/95, que dispõe sobre o Plano Real e o Sistema Monetário Nacional; e a Resolução do Banco Central nº 189/22, a qual define e consolida as regras do recolhimento compulsório sobre recursos à vista e incorpora regras do recolhimento compulsório sobre recursos de depósitos e de garantias realizadas.

De acordo com o art. 3º da referida Resolução, estão sujeitos a recolhimento ao depósito compulsório todos os valores relativos a depósitos à vista, recursos em trânsito de terceiros, cobrança e arrecadação de tributos e assemelhados, cheques administrativos, contratos de assunção de obrigações em operações brasileiras, obrigações de pagamento em nome de terceiros, e recursos de garantias já realizadas.

Sobre tais valores, determina-se a base de cálculo pela sua média aritmética apurada no período, deduzida de quinhentos milhões de reais, devendo ser depositada no Banco Central a alíquota de 21%.

A Resolução 189/2022 estabelece também que, as instituições financeiras que não estiverem em dia com o valor determinado de depósito, arcarão com o pagamento de “custo financeiro”. Esse custo tem sua própria forma de cálculo, a depender do débito, conforme determinada nos arts. 9º e 10.

Vale ressaltar que o Banco Central, ao reduzir ou aumentar o volume de recursos nele depositados, é capaz de liberar ou restringir às instituições financeiras

os recursos que podem ser livremente emprestados e servirem como produtos de negociação com os clientes.

Dessa maneira, a reserva fracionária nada mais é do que um sistema em que, ao regular e exigir que uma porcentagem do valor depositado na instituição financeira seja reservada e guardada no Banco Central, permite que aquela instituição, levando essa porcentagem em consideração, multiplique artificialmente o restante disponível em caixa para aumentar o valor que pode negociar e emprestar a seus clientes.

Para essa multiplicação, utiliza-se um cálculo para se definir, a depender da porcentagem do compulsório, um índice denominado de multiplicador bancário.

O multiplicador bancário, então, é regulado pelo depósito compulsório, este o qual imobiliza, de acordo com a taxa de recolhimento de reserva obrigatória fixada, “uma parte maior ou menor dos depósitos bancários e os recursos de terceiros que nelas circulem (títulos em cobrança, tributos recolhidos, garantias de operações de crédito), restringindo ou alimentando o processo de expansão dos meios de pagamento”³⁴.

A fórmula mais básica para se encontrar o multiplicador bancário (ou multiplicador monetário) é a seguinte:

$$M = 1 / R$$

Sendo:

M = próprio multiplicador monetário

R = taxa do depósito compulsório

Ou seja, o multiplicador monetário equivale ao inverso da taxa compulsória.

³⁴ FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro**: produtos e serviços. 15. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark Ed., 2002, p. 47.

Por exemplo: supondo que as instituições financeiras devam ao Banco Central o recolhimento compulsório de 20%, ou seja, se alguém depositar R\$ 100,00 no banco, o banco deverá recolher R\$ 20,00.

Então:

$$M = 1 / 0.20$$

Logo,

$$M = 5$$

Assim, temos que o multiplicador bancário é igual a 5.

Dessa maneira, para saber o valor correspondente ao valor máximo que as instituições financeiras podem gerar em moeda escritural a partir do valor inicial, multiplicamos 5 pelo depósito inicial (R\$ 100,00) e temos R\$ 500,00.

Isso significa que, com um compulsório de 20%, a partir do depósito inicial, em uma cadeia de empréstimos, os bancos podem gerar 5 vezes mais dinheiro do que o efetivamente depositado em conta.

A seguir, tabela que ilustra o funcionamento do multiplicador bancário (monetário):

Figura 1 – Exemplo do multiplicador monetário³⁵

		Depósito Inicial ..:	R\$ 100,00			
		<i>r%</i>	20%			
		<i>c%</i>	0%			
				Reservas dos Bancos (<i>r</i>)	Empréstimos (<i>1 - r</i>)	
Banco		Oferta de Moeda				
Banco do Brasil	R\$	100,00	R\$ 20,00	R\$ 80,00		
Banrisul	R\$	80,00	R\$ 16,00	R\$ 64,00		
Bradesco	R\$	64,00	R\$ 12,80	R\$ 51,20		
Real	R\$	51,20	R\$ 10,24	R\$ 40,96		
Unibanco	R\$	40,96	R\$ 8,19	R\$ 32,77		
Itau	R\$	32,77	R\$ 6,55	R\$ 26,21		
Finasa	R\$	26,21	R\$ 5,24	R\$ 20,97		
Banco do Brasil	R\$	20,97	R\$ 4,19	R\$ 16,78		
Banrisul	R\$	16,78	R\$ 3,36	R\$ 13,42		
Bradesco	R\$	13,42	R\$ 2,68	R\$ 10,74		
Real	R\$	10,74	R\$ 2,15	R\$ 8,59		
Unibanco	R\$	8,59	R\$ 1,72	R\$ 6,87		
Itau	R\$	6,87	R\$ 1,37	R\$ 5,50		
Finasa	R\$	5,50	R\$ 1,10	R\$ 4,40		
Banco do Brasil	R\$	4,40	R\$ 0,88	R\$ 3,52		
Banrisul	R\$	3,52	R\$ 0,70	R\$ 2,81		
Bradesco	R\$	2,81	R\$ 0,56	R\$ 2,25		
	R\$	488,74	R\$ 97,75	R\$ 390,99		³⁶

³⁵ MULTIPLICADOR Bancário ou Multiplicador Monetário. Produção de Cláudio Branchieri. 2021. 13min e 21seg., son., color. Disponível em <https://www.youtube.com/watch?v=yEC1vQeh0u0> Acesso em 20 abr. 2023.

³⁶ Vale salientar que nessa tabela, para fins didáticos, não estão sendo considerados os valores impressos em moeda física e, portanto, retirados do mercado financeiro. Ademais, optou-se por assim representar pois a utilização de papel-moeda está em queda constante e exponencial, sendo que num futuro próximo é fato que estará completamente ausente no meio circulante.

Nessa tabela, é possível verificar um exemplo em que: primeiramente ocorre o depósito de R\$ 100,00 no Banco do Brasil.

Em seguida, esse banco é obrigado a reservar R\$ 20,00, ou seja, 20% em depósito bancário, estando livre para emprestar R\$ 80,00, sem que esse valor seja descontado do valor inicial (R\$ 100,00).

Após, ao emprestar os R\$ 80,00, que no exemplo são emprestados para uma conta no Banrisul, é obrigado a reter 20%, ou seja, R\$ 16,00, podendo adicionar no seu caixa, para emprestar, R\$64,00, e assim por diante.

Ou seja, no exemplo, toda vez que há um depósito na instituição financeira, ela pode emprestar 80% desse valor, multiplicando, assim, o valor inicial, que era de R\$100,00, tendo o banco, à sua disposição, mais R\$ 80,00, mais R\$ 64,00, assim por diante, até chegar ao valor final multiplicado de R\$ 500,00.

Quer dizer, o banco mantém o valor inicialmente depositado e multiplica esse valor artificialmente, criando valor escritural novo, conforme a porcentagem que deve reter para o compulsório.

Para esclarecer, em outras palavras, o banco não retirou, dos R\$ 100,00 iniciais, os R\$ 80,00: ele multiplicou artificialmente o valor inicial em caixa, excluiu o valor determinado para o compulsório, e adicionou, em manobra contábil, mais R\$ 80,00.

Então, se não houvesse valor estabelecido pelo compulsório, e fosse livre a multiplicação, o banco poderia replicar o valor inicial infinitamente, sem qualquer limite.

No caso do Brasil, como já explicamos, o compulsório está atualmente em 21%, conforme a Resolução 189/2022 do Banco Central nacional.

Agora, para que as instituições financeiras (especificamente, bancos múltiplos e de investimento, bancos comerciais e caixas econômicas, não incluídos nas exceções estabelecidas na Resolução supra referida) possam cumprir com a legislação e manterem seus depósitos compulsórios dentro do limite pré-determinado

pelo Banco Central, existem algumas formas de captarem ou realizarem empréstimos com essa finalidade.

Isso pois os múltiplos pagamentos diariamente compensados entre os bancos geralmente deixam alguns com excesso de reservas e outros com insuficiência delas. “Os bancos com reservas insuficientes buscarão tomar emprestado as reservas excedentes junto aos bancos com excesso de reservas, e pagarão uma taxa de juros sobre o empréstimo”³⁷.

A forma que o mercado financeiro brasileiro tem para realizar esses empréstimos é através ou da compra direta de títulos públicos federais com o Banco Central, ou da realização de contratos de empréstimos interbancários, com ou sem garantia nesses títulos, conforme a seguir será tratado, ao analisarmos o que é a taxa básica de juros, no Brasil denominada taxa Selic.

Dentre esses instrumentos ortodoxos referidos, tem-se também as operações de mercado aberto, as quais podem ser consideradas o mais importante instrumento de política monetária, pois tais operações determinam diretamente as taxas de juros e quantidade de moeda da base monetária.

O mercado aberto (*open market*), então, dotado de alta liquidez e com enorme volume diário de negociações, é o ambiente onde o Banco Central efetua operações de compra e venda de títulos públicos federais – títulos da dívida pública, e pode introduzir sua política mais ou menos expansionista das reservas e da base monetária, ofertando moeda e manipulando a taxa de juros de curto prazo.

Também chamado de Mercado de Títulos Públicos Federais, é um mercado secundário, ou seja, um mercado onde se “negociam títulos já emitidos anteriormente.

³⁷ DALTO, Fabiano Abranches Silva. **Governo sempre cria moeda quando gasta, não existe financiamento alternativo.** Instituto de Finanças Funcionais para o Desenvolvimento (IFFD). Policy Note n. 3. Brasil, out. 2021, p. 5.

Atualmente, o *open market* é privativo das instituições financeiras, e é nele que ocorre a troca de reservas bancárias, lastreadas unicamente em títulos públicos federais³⁸.

O Brasil opera sua política monetária por meio de um Banco Central, que é formalmente distinto do Tesouro Nacional. O Banco Central do Brasil foi instituído pelo Estado Brasileiro inicialmente pela Lei 4.595, de dezembro de 1964.

O Presidente e a Diretoria do Banco Central são indicados e tem relativo grau de autonomia para desempenhar suas atividades, independentemente de políticos eleitos e mesmo da burocracia estatal. Além disso, as atividades do Banco Central, suas competências e instrumentos são determinados por outras leis correlatas, como a Lei Complementar 179/2021 e mesmo a Constituição Federal.

Dentre as responsabilidades atribuídas ao Banco Central, estão (i) emitir papel-moeda e moeda metálica; (ii) executar os serviços do meio circulante; (iii) receber recolhimentos compulsórios e voluntários das instituições financeiras e bancárias; (iv) realizar operações de redesconto e empréstimo às instituições financeiras; (v) regular a execução dos serviços de compensação de cheques e outros papéis; (vi) efetuar operações de compra e venda de títulos públicos federais; (vii) exercer o controle de crédito; (viii) exercer a fiscalização das instituições financeiras; (ix) autorizar o funcionamento das instituições financeiras; (x) estabelecer as condições para o exercício de quaisquer cargos de direção nas instituições financeiras; (xi) vigiar a interferência de outras empresas nos mercados financeiros e de capitais; e (xii) controlar o fluxo de capitais estrangeiros no país.³⁹

O Banco Central do Brasil está habilitado a estabelecer a taxa de juros de curto prazo, ou taxa interbancária, que tem sido o principal instrumento usado para implementar a política monetária. O Banco Central segue a política de metas de inflação, com base na teoria de que esse sistema pode guiar as expectativas dos

³⁸ FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro**: produtos e serviços. 15. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark Ed., 2002, p. 94.

³⁹ BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Banco Central do Brasil**. 2023. Disponível em: <https://dadosabertos.bcb.gov.br/> Acesso em 20 abr. 2023.

agentes econômicos privados e garantir segurança jurídica em suas decisões de gasto.

Assim, o controle sobre a taxa de juros básica é o principal instrumento que o Banco Central utiliza para alcançar os objetivos da política monetária, de forma que usa especialmente as operações de mercado aberto (compra e venda de títulos públicos emitidos exclusivamente pelo Tesouro Nacional) para manter a taxa de juros na meta ou próximo à meta determinada pelo Comitê de Política Monetária – COPOM.⁴⁰

Tais títulos são emitidos primeiramente no mercado primário, contra um determinado valor depositado no Tesouro Nacional, e são identificados por lançamentos no livro digital, escritural, da instituição financeira.

Posteriormente, no mercado aberto, ou secundário, o Banco Central pode adquirir esses títulos e depositar o valor referente na respectiva instituição financeira de onde o adquiriu, e esse valor os bancos podem utilizá-lo para empréstimos e outros contratos relacionados a produtos bancários, e depois repetir o mesmo procedimento em transações interbancárias ou novamente com o Banco Central.

Dessa maneira, os bancos comerciais geram dinheiro por meio de mecanismos operacionais. Depósitos geram empréstimos, e estes geram novos depósitos, perpetuando, assim, a geração exponencial de valor. Nesse caso, o lastro da moeda é o título mencionado acima, com alta probabilidade de pagamento integral do principal e dos juros embutidos.

As operações com esses títulos federais e as negociações para o pagamento desses títulos estão sujeitas à efetiva manutenção de reservas bancárias pelas instituições financeiras, a fim de que seja garantido o patamar mínimo exigido por lei.

⁴⁰ DALTO, Fabiano Abrantes Silva. **Governo sempre cria moeda quando gasta, não existe financiamento alternativo.** Instituto de Finanças Funcionais para o Desenvolvimento (IFFD). Policy Note n. 3. Brasil, out. 2021.

Quando o Banco Central compra títulos públicos federais no mercado aberto, as reservas e a base monetária das instituições financeiras aumentam, possibilitando que estas tenham mais moeda para ofertar.

Além disso, a compra dos títulos pelo Bacen diminui a quantidade destes no mercado, expandindo referidas reservas e aumentando, assim, a oferta de moeda e reduzindo a taxa de juros de curto prazo; enquanto a venda pelo Bacen reduz as reservas e a base monetária, diminuindo a oferta de moeda e aumentando a taxa de juros de curto prazo. Desta maneira:

Independente de uma ou outra expectativa fortuita, as reservas bancárias das instituições financeiras flutuam ao sabor de variáveis sazonais da economia, tais como: recolhimento de tributos federais; pagamento dos salários dos trabalhadores; ajustes dos saldos do compulsório; resultados na compensação; colocação ou resgate de títulos públicos. Desta forma, poderá haver deficiência de reservas bancárias para cobrir as obrigações de uma ou outra instituição que com lastro em títulos públicos federais poderá obter, via BC, recursos utilizando reservas de outras instituições.⁴¹

Em outras palavras, “os bancos se utilizam do *open market* via operações *overnight* para compor diariamente o seu caixa, de acordo com a falta ou sobra de reservas bancárias, através da compra e venda de títulos federais entre si”⁴². Dessa maneira:

Os bancos [...] utilizam as reservas bancárias [...] para permitir o adequado funcionamento do sistema de pagamentos interbancários e para realizar pagamentos ao governo. Os múltiplos pagamentos compensados entre os bancos geralmente deixam alguns com excesso de reservas e outros com insuficiência delas. Os bancos com reservas insuficientes buscarão tomar emprestado as reservas excedentes junto aos bancos com excesso de reservas, e pagarão a taxa de juros do interbancário sobre o empréstimo.⁴³

Os acima referidos contratos de empréstimo, quando têm como garantia títulos públicos federais, ocorrem diariamente e por meio de um sistema chamado Sistema

⁴¹ FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro**: produtos e serviços. 15. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark Ed., 2002, p. 94.

⁴² FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro**: produtos e serviços. 15. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark Ed., 2002, p. 94.

⁴³ DALTO, Fabiano Abrantes Silva. **Governo sempre cria moeda quando gasta, não existe financiamento alternativo**. Instituto de Finanças Funcionais para o Desenvolvimento (IFFD). Policy Note n. 3. Brasil, out. 2021.

Especial de Liquidação e Custódia (Selic)⁴⁴, e possuem liquidação imediata: após o acerto da negociação, o registro do título é imediatamente transferido, via digital, para o banco adquirente, e o crédito é realizado na conta do banco devedor.

Essas negociações são realizadas mediante juros, cobrados a título de precificação do empréstimo. Esses juros variam sempre em torno da taxa de juros básica do mercado, que é a taxa Selic.

A garantia de que a variação dos juros dos empréstimos, atrelados a títulos públicos, esteja sempre próxima da taxa básica (Selic), advém da possibilidade do Banco Central de negociar os referidos títulos através do controle de sua compra e venda, e do próprio juros cobrado pelo Bacen quando ele negocia diretamente com as instituições financeiras.

Vale salientar que a competência para emissão de títulos públicos federais é exclusiva do Tesouro Nacional, emissão essa também controlada e subordinada à política monetária vigente e à regulação da inflação. Assim, “o Banco Central precisa coordenar suas ações com o Tesouro Nacional de forma que as operações do Tesouro Nacional não desestabilizem o sistema financeiro com o impacto que o resultado fiscal tem sobre o volume de reservas bancárias”⁴⁵.

Há duas taxas Selic, uma é a Selic Over, que é a taxa de fato obtida mediante o cálculo da taxa média ponderada e ajustada dessas operações de financiamento por um dia no mercado aberto, “lastreadas em títulos públicos federais e cursadas no referido sistema.

Já a taxa Selic Meta, concebida como sendo o custo primário do dinheiro, é a taxa básica da economia, pois representa a taxa de juros que é fixada periodicamente como meta a se atingir nas negociações acima referidas, pelo Banco Central no

⁴⁴ Esse sistema foi criado em 1980 pelo Banco Central junto à Associação Nacional das Instituições dos Mercados Abertos – Andima. Como informa Eduardo Fortuna, a “Selic, na verdade, é um grande sistema computadorizado online, ao qual têm acesso apenas as instituições credenciadas no mercado financeiro”. In: FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro**: produtos e serviços. 15. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark Ed., 2002, p. 104.

⁴⁵ DALTO, Fabiano Abranches Silva. **Governo sempre cria moeda quando gasta, não existe financiamento alternativo**. Instituto de Finanças Funcionais para o Desenvolvimento (IFFD). Policy Note n. 3. Brasil, out. 2021.

gerenciamento da Política Monetária nacional, conforme é estabelecida e determinada pelo Comitê de Política Monetária (Copom), órgão do Bacen que se reúne no mínimo oito vezes ao ano para tal função.

Agora, vale responder: por que a Selic, taxa básica de juros utilizada pelo Banco Central para garantir determinado patamar de juros nas referidas negociações de empréstimos, tendo o Bacen como parte ou nas negociações interbancárias, é tão importante assim para o mercado financeiro como um todo?

A resposta a este questionamento é primordial para a compreensão mais adiante da importância do fenômeno das taxas de juros básicas negativas, em vigor durante mais de 10 anos em diversos países do globo, e para a análise de suas consequências imediatas e futuras.

Como foi visto, as negociações interbancárias e entre bancos e o Bacen, lastreadas em títulos públicos federais, têm como uma de suas funções primordiais possibilitar às instituições financeiras que terminem o período com as reservas bancárias compulsórias com valor previamente determinado pelo Banco Central. Assim, vale nos referirmos às palavras de Fabiano Abranches Silva Dalto:

Excessos ou insuficiências de reservas bancárias no sistema como um todo não podem ser resolvidas endogenamente pelos bancos comerciais, porque o Governo é o ofertante monopolista de moeda estatal e de títulos públicos. Portanto, o Banco Central é o único agente em condições de aliviar as pressões quer baixistas quer altistas sobre a taxa de juros SELIC, provocadas por excesso ou insuficiência de reservas no sistema bancário como um todo.⁴⁶

Dessa maneira, vale indicar que a oferta de moeda está negativamente relacionada à taxa do compulsório.

Além disso, a emissão de títulos públicos federais pelo Tesouro tem a função de possibilitar o financiamento do déficit orçamentário do governo, incluindo o refinanciamento da própria dívida; a Dívida Pública Federal (DPF), então em

⁴⁶ DALTO, Fabiano Abranches Silva. **Governo sempre cria moeda quando gasta, não existe financiamento alternativo.** Instituto de Finanças Funcionais para o Desenvolvimento (IFFD). Policy Note n. 3. Brasil, out. 2021.

circulação no mercado nacional, é paga em real e captada por meio da emissão dos referidos títulos.

Por isso, há uma correlação direta entre a política monetária, emissão de moeda e estabilização da reserva bancária e da inflação, e a política fiscal, diretamente relacionada à dívida pública da União.

Assim, quando os recursos são captados por meio da emissão de títulos públicos, a dívida daí decorrente é chamada de mobiliária. “Os títulos públicos federais são instrumentos financeiros de renda fixa emitidos pelo Governo Federal via oferta pública (leilão) ou diretamente ao detentor”⁴⁷.

Emitidos diretamente ao detentor, os chamados títulos de renda fixa têm como característica principal o conhecimento do valor de resgate no início do prazo da aplicação⁴⁸, do Tesouro Direto.

O Tesouro Nacional, como caixa do Governo, capta recursos no mercado financeiro via emissão primária de títulos, para execução e financiamento das dívidas internas no Governo, atualmente via LTN, LFT e as NTN, “siglas que identificam títulos com características diferentes de prazo e remuneração, mas que, na sua essência, cumprem a missão básica de rolagem da dívida interna pelo Tesouro Nacional”⁴⁹.

Os títulos do Tesouro Direto, ou títulos públicos federais, são ativos de renda fixa, inicialmente emitidos pelo Governo Federal, e que têm como finalidade a referida captação de recursos.

O Tesouro Direto é um “Programa do Tesouro Nacional desenvolvido em parceria com a B3 para venda de títulos públicos federais para pessoas físicas, de

⁴⁷ MINISTÉRIO DA ECONOMIA. **Dívida Pública Federal possibilita o financiamento do déficit orçamentário**. 11 ago. 2022. Disponível em <https://www.gov.br/> Acesso em 20 abr. 2023.

⁴⁸ BERGER, Paulo Lamosa. **Mercado de renda fixa no Brasil**. Ênfase em títulos públicos. Rio de Janeiro: Editora Interciência, 2020.

⁴⁹ FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro**: produtos e serviços. 15. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark Ed., 2002, p. 64.

forma 100% online”⁵⁰. O investimento, a aquisição desses títulos, está atrelado a um risco baixo, já que são garantidos pelo governo brasileiro.

Tais títulos estão diretamente vinculados aos juros base da economia, ou seja, à taxa Selic, servindo essa como base para sua especificação e/ou para os próprios juros a eles atrelados. Atualmente, estes que são denominados de títulos do Tesouro Direto, são divididos em Títulos Prefixados (LTN e NTN-F), Tesouro Selic (LFT) e Tesouro IPCA (NTN-B Principal e NTN-B).

Dentre eles, há características específicas de diferenciação, como rentabilidade e pré, pós fixação ou híbrida, e prazos de resgate do pagamento dos juros, e podem ser adquiridos por qualquer investidor pessoa física no Brasil. As principais diferenças são as seguintes:

O Título Prefixado LTN, sigla para Letra do Tesouro Nacional, também conhecida pelo nome de Tesouro Prefixado, é uma aplicação que tem a rentabilidade determinada e conhecida no momento de investimento.

Já a Nota do Tesouro Nacional tipo F (NTN-F) também é um título de rentabilidade pré-determinada, como a LTN, mas nesse caso é possível o investidor realizar o resgate dos juros semestralmente.

A LFT, por sua vez, Letra Financeira do Tesouro, também conhecida por Tesouro Selic, é título de renda fixa pós-fixada, e tem a sua rentabilidade variando de acordo com a Taxa Selic.

E o Tesouro IPCA, ou Nota do Tesouro Nacional Série B (NTN-B), também é um título emitido pelo Tesouro Nacional, e tem sua rentabilidade atrelada à inflação, contabilizada pelo IPCA — Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo, além de uma taxa de juros previamente determinada. A diferença entre a NTN-B e a NTN-B Principal é que, enquanto a primeira aplica juros semestrais, a segunda devolve valores apenas no final do prazo.

⁵⁰ TESOURO DIRETO. **Tudo o que você precisa saber sobre o Tesouro**. 2023. Disponível em <https://www.tesourodireto.com.br/conheca/conheca-o-tesouro-direto.htm> Acesso em 20 abr. 2023.

Vale ressaltar que, conforme a Lei 10.179/2001, todos esses títulos podem ser emitidos pelo governo federal para o suprimento de diversas das suas necessidades, como: cobrir os déficits orçamentários do Tesouro Nacional (art. 1º, I), pagamento de dívidas assumidas ou reconhecidas pela União, a critério do Ministro de Estado da Fazenda (art. 1º, VIII), assegurar ao Banco Central do Brasil a manutenção de carteira de títulos da dívida pública em dimensões adequadas à execução da política monetária (art. 1º, IX), dentre outras.

Há também, além dos títulos referidos, o CDB (Certificado de Depósito Bancário), através do qual você empresta dinheiro a uma instituição financeira, e esse banco pode usar os recursos para inúmeras finalidades (empréstimos para crédito pessoal, crédito agrícola, financiamentos de carros, dentre outros; e a LCI (Letra de Crédito Imobiliário) e a LCA (Letra de Crédito do Agronegócio): através dos quais a instituição financeira direcionará os recursos para os setores imobiliário e agropecuário.

Tem-se também as operações compromissadas, as quais, por sua vez são operações realizadas com o Banco Central ou instituições financeiras e funcionam na dinâmica de compra e recompra de ativos. São empréstimos que têm como lastro-garantia um título de renda fixa (ativos) e que possuem prazo determinado para a sua devolução.

O banco vende o título de renda fixa para o investidor interessado, pagando para este o valor principal mais juros, e posteriormente, em data pré-fixada, recompram este título em valor acima do que foi pago inicialmente pelo investidor. O Conselho Monetário Nacional (CMN) estabelece como possíveis de serem negociados neste formato as debêntures, os CDBs – Certificados de Depósito Bancário, as LCIs – Letras de Crédito Imobiliário, as LCAs – Letras de Crédito do Agronegócio, os CRIs – Certificados de Recebíveis Imobiliários, os CRAs – Certificados de Recebíveis do Agronegócio, LHS – Letras Hipotecárias e Títulos Públicos.

Ademais, vale nos referirmos, ainda que brevemente, ao denominado Fundo Garantidor de Créditos (FGC).

O FGC, autorizado a funcionar no Brasil desde agosto de 1995, é uma entidade com personalidade jurídica de direito privado, sem fins lucrativos, que age preventivamente em todo o sistema bancário e financeiro destinada a administrar mecanismos de proteção a titulares de créditos contra instituições financeiras.

Os créditos protegidos são os relacionados a depósitos à vista ou sacáveis mediante aviso prévio; depósitos de poupança; letras de câmbio (LC); letras hipotecárias (LH); letras de crédito imobiliário (LCI); letras de crédito do agronegócio (LCA); depósitos a prazo; determinadas operações compromissadas; dentre outros. O limite de cobertura é, do total de créditos de cada pessoa contra a mesma instituição associada, ou contra todas as instituições associadas do mesmo conglomerado financeiro, de R\$ 250.000,00 (duzentos e cinquenta mil reais), limitado ao saldo existente.

Já as políticas monetárias heterodoxas principais, que abordaremos a seguir, são: (i) a redução drástica das taxas de juros a pontos próximos de zero ou negativos, (ii) a adoção do critério das empresas *too big to fail*, (iii) a transparência e o controle dos Bacens, enfatizados pelo *Forward Guidance*, e (iv) as políticas de afrouxamento quantitativo, conforme será explicado mais à frente.

Essas políticas foram implementadas na Europa e nos Estados Unidos principalmente a partir da crise de 2008 do *subprime*. Mas, inicialmente, já haviam sido adotadas no Japão em suas crises da bolha imobiliária e da fragilização das instituições financeiras nas décadas de 1980 e 1990.

Assim sendo, para fins didáticos, abordaremos tais políticas, seus principais conceitos e definições, em incursão histórica sobre a crise japonesa, e, posteriormente, indicaremos seu uso enquanto ferramentas de abordagem dos Bancos Centrais europeu, norteamericano e, no que couber, brasileiro.

4.1 INCURSÃO AO CASO JAPONÊS

A crise do estouro da bolha imobiliária no Japão é um exemplo, antecedente à crise que abateu o ocidente em 2008, principalmente nos Estados Unidos e na Europa,

e que se utilizou também de medidas extraordinárias, heterodoxas, para promover novamente o desenvolvimento econômico.

Com o estouro da bolha imobiliária japonesa, junto com uma sobrelevação do preço dos ativos, levando o país a altos níveis de deflação, no início da década de 1990 o Japão deu início a uma política de expansão monetária e do crédito, reduzindo para zero, e níveis próximos ou abaixo de zero, sua taxa de juros básica.

Como é possível observar no gráfico abaixo, essas taxas de juros à nível zero ou próximo de zero, também chamadas de Zero Lower Bounds (ZLB), se mantiveram nesse patamar até os dias atuais:

Figura 2 – Evolução da taxa básica de juros no Japão⁵¹



Essa política foi aplicada a fim de recuperar a demanda por empréstimos e financiamentos e outros produtos oferecidos pelas instituições financeiras, já que a taxa básica de juros é um dos mais relevantes instrumentos dos Bancos Centrais para regular a taxa de juros negociada no mercado ao consumidor final.

Vale considerar por outro lado que, a aplicação de taxas baixíssimas de juros básicos reflete também na busca por títulos públicos e demais títulos negociados sob

⁵¹ TRADING ECONOMICS. **Japan Interest Rate**. 20 mar. 2023. Disponível em <https://tradingeconomics.com/japan/interest-rate> Acesso em 20 abr. 2023.

o manto das instituições financeiras, pelo mesmo motivo, ou seja, por esses títulos também estarem diretamente vinculados à referida taxa.

Assim, esse regime de juros refletiu no deslocamento dos investimentos privados ao mercado de ações da bolsa de valores japonesa, aumentando o preço dos ativos, pela alta procura, e gerando um crescimento artificial de empresas com alto indicador de risco. A taxa de inflação caiu de 3,5% para praticamente zero, entre 1991 e 1998, e tornou-se negativa, entre 1999 e 2006, mantendo esse patamar até os dias atuais.⁵²

A redução da taxa de juros também foi acompanhada do instrumento do *quantitative easing*.

Quantitative Easing, ou afrouxamento quantitativo, é mecanismo que recebe esse nome pois associado à já referida Teoria Quantitativa da Moeda. Dita teoria, como já indicamos, parte da premissa de que o crescimento ou a redução da oferta monetária pelos Bancos Centrais são fatores preponderantes para auxiliar no aumento ou na redução do fator “preço” no mercado final.

Assim, uma política monetária de afrouxamento quantitativo diz respeito a uma flexibilização na oferta monetária, relativizando sua consequência principal em prol de outros efeitos colaterais que possam ocorrer beneficamente ao mercado.

Em outros termos, o afrouxamento quantitativo disse respeito à compra de títulos públicos e criação e injeção de dinheiro na economia pelo Banco Central através das instituições financeiras. Quando o Governo japonês assim o fez, ele acabou por reduzir o poder de financiamento da dívida pública, já que os referidos títulos, antes lançados no mercado e agora recuperados, eram a principal forma do estado de captar dinheiro e auxiliar no pagamento de seu déficit público.

Assim, em 2001, com a implantação da política de *quantitative easing*, o instrumento de política foi alterado, com o Banco Central japonês elevando o volume

⁵² FRAGA, Jefferson Souza; STRACHMAN, Eduardo. Crise financeira: o caso japonês. **Nova Economia**, vol. 23, n. 3, dez. 2013. Disponível em <https://www.scielo.br/> Acesso em 20 abr. 2023.

de reservas do setor bancário, “mediante operações de mercado aberto e compras de títulos do governo diretamente do mercado secundário.

Tratava-se de uma expansão da base monetária, mesmo quando a taxa básica de juros não podia ser abaixada”⁵³. Dessa maneira, “a meta inicial das compras foi fixada em cerca de ¥ 5 trilhões, com o objetivo de empurrar a taxa do *overnight*⁵⁴ para zero, sendo aumentada uma série de vezes para próximo de ¥ 35 trilhões, até 2004”⁵⁵.

Essa política também se expandiu para possibilitar que o Banco Central japonês realizasse a compra de ações de agentes econômicos privados, permitindo igualmente que as instituições financeiras dessem como garantia ações próprias, reduzindo o patamar mínimo de risco para aceitação dessas garantias:

Com o passar do tempo, os ativos que poderiam ser comprados pelo BOJ [Banco Central do Japão] sob a quantitative easing policy foram expandidos, incluindo, como vimos, commercial papers, títulos corporativos, ações e asset-backed securities. A política de quantitative easing elevou o balanço do BOJ de ¥ 91 trilhões, em 1998, para cerca de ¥ 155 trilhões, em 2006. [...] Para ajudar a reduzir a exposição dos bancos no mercado, o BOJ introduziu um programa, em 2002, para a compra de equities, diminuindo de A para BBB a exigência mínima para aceitação de bônus corporativos como garantias indiretas ou diretas dos bancos a preço de mercado. Durante 2002 e 2004, as compras de ações realizadas pelo BOJ atingiram ¥ 2,1 trilhões, representando cerca de 6% do total do capital dos bancos.⁵⁶

Ainda em 1999⁵⁷, o Japão foi o primeiro país a adotar o *Forward Guidance*, medidas de política monetária em sentido amplo para aumentar a transparência das ações do Banco Central e de seu arcabouço estrutural decisório, assim como intensificar a comunicação de seu planejamento macroeconômico com os agentes de

⁵³ FRAGA, Jefferson Souza; STRACHMAN, Eduardo. Crise financeira: o caso japonês. **Nova Economia**, vol. 23, n. 3, dez. 2013. Disponível em <https://www.scielo.br/> Acesso em 20 abr. 2023.

⁵⁴ Negociação diária das instituições financeiras e do Banco Central no mercado aberto.

⁵⁵ FRAGA, Jefferson Souza; STRACHMAN, Eduardo. Crise financeira: o caso japonês. **Nova Economia**, vol. 23, n. 3, dez. 2013. Disponível em <https://www.scielo.br/> Acesso em 20 abr. 2023.

⁵⁶ FRAGA, Jefferson Souza; STRACHMAN, Eduardo. Crise financeira: o caso japonês. **Nova Economia**, vol. 23, n. 3, dez. 2013. Disponível em <https://www.scielo.br/> Acesso em 20 abr. 2023.

⁵⁷ SHIRAI, Sayuri. **Monetary Policy and Forward Guidance in Japan**. Speeches at the International Monetary Fund (September 19) and the Board of Governors of the Federal Reserve System (September 20) Held in Washington, D.C. 21 set. 2013. Disponível em https://www.boj.or.jp/en/about/press/koen_2013/data/ko130921a1.pdf Acesso em 20 abr. 2023.

mercado, fornecendo orientações e compromissos mais claros e objetivos sobre o caminho futuro de suas taxas de juros.

Em outros termos, *Forward Guidance* pode fazer referência somente à provisão de informação sobre o futuro da política monetária, pelo Banco Central, ao mercado e ao público em geral: “por exemplo, o Banco não utiliza oficialmente o termo ‘forward guidance’ para descrever a sua estratégia de comunicação, mas poderia ser considerado como tal”.⁵⁸

Porém, o *Forward Guidance*, no cenário de políticas heterodoxas que aqui é analisado, é melhor definido em estrito senso como um grande auxiliador como prescrição futura, utilizado pelo Banco Central, mediante a manutenção da taxa de juros baixa por longo período, permitindo que o Bacen trabalhe com uma inflação projetada (e não esperada), aumentando a segurança jurídica e a estabilidade na disponibilidade de crédito⁵⁹.

Bem Bernanke, ex-presidente do Federal Reserve americano, já salientou que *forward guidance* auxilia o público em geral a entender “como a política responderá às condições económicas e na facilitação dos compromissos dos decisores de política monetária com as chamadas políticas de taxas mais baixas de juros por mais tempo, que podem adicionar estímulo mesmo quando as baixas taxas estão no seu limite inferior”⁶⁰. Como também já afirmou o Banco Central japonês através de Sayuri Shirai, então membro de seu Conselho Político:

[...] forward guidance refere-se à estratégia de comunicação empreendida por um banco central para fornecer informações aos mercados e ao público (famílias e empresas) sobre a sua futura

⁵⁸ “for example, the Bank does not officially use the term ‘forward guidance’ to describe its communication strategy, but it could be regarded as such”. SHIRAI, Sayuri. **Monetary Policy and Forward Guidance in Japan**. Speeches at the International Monetary Fund (September 19) and the Board of Governors of the Federal Reserve System (September 20) Held in Washington, D.C. 21 set. 2013. Disponível em https://www.boj.or.jp/en/about/press/koen_2013/data/ko130921a1.pdf Acesso em 20 abr. 2023.

⁵⁹ CONFIDENCE CÂMBIO. Forward Guidance: o que é? **Travelex Bank**. 21 jan. 2021. Disponível em <https://www.travelexbank.com.br/blog/forward-guidance-o-que-e/> Acesso em 20 abr. 2023.

⁶⁰ “how policy will respond to economic conditions and in facilitating commitments by monetary policymakers to so-called lower-for-longer rate policies, which can add stimulus even when short rates are at the lower bound”. BERNANKE, Ben S. **The New Tools of Monetary Policy American Economic Association Presidential Address**. 4 jan. 2020. p. 2. Disponível em https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2019/12/Bernanke_ASSA_lecture.pdf Acesso em 20 abr. 2023.

orientação de política monetária. A forward guidance é atualmente utilizada por alguns bancos centrais em economias avançadas que enfrentam o limite inferior a zero nas taxas de juros de curto prazo (doravante denominado zero lower bound) como uma política monetária acomodatícia.⁶¹ (tradução nossa)

Seguindo, na linha da implantação dessas ferramentas de política monetária e financeira, as consequências de tais medidas heterodoxas, como a redução e manutenção de taxas básicas de juros a zero e até patamares negativos, e de *quantitative easing*, no Japão, já mostravam que seus efeitos são percebidos tanto em curto quanto médio e longo prazo.

Isso porque, como já indicaram Jefferson Fraga e Eduardo Strachman, naquele país foram identificados custos elevados dessa política, sem a apresentação de uma solução próxima a definitiva, como: (i) reconhecer empréstimos que possam ser problemáticos, num cenário de ampla liquidez e baixíssimas taxas de juros, é mais difícil, já que os devedores insolventes conseguem maquiar com mais tranquilidade seus reais contextos de déficit quando diante da oportunidade de manutenção de certa regularidade no pagamento de juros; e (ii) a baixa dos juros, mesmo que junto de um afrouxamento quantitativo, dificulta para o setor bancário um retorno a resultados mais positivos na balança, tendo em vista o achatamento da curva de rendimentos das instituições financeiras.⁶²

Esses são os principais pontos relativos à política monetária implantada pelo governo japonês em busca de auxiliar na reestruturação do mercado financeiro pós crise.

Há, também, outros aspectos que merecem serem considerados, consequentes das políticas monetárias heterodoxas aqui apresentadas.

⁶¹ “[...] forward guidance refers to communication strategy undertaken by a central bank to provide information to the markets and the public (households and firms) on its future monetary policy stance. Forward guidance is currently used by some central banks in advanced economies facing the zero lower bound on short-term interest rates (hereafter called the zero lower bound) as an accommodative monetary policy.” SHIRAI, Sayuri. **Monetary Policy and Forward Guidance in Japan**. Speeches at the International Monetary Fund (September 19) and the Board of Governors of the Federal Reserve System (September 20) Held in Washington, D.C. 21 set. 2013. Disponível em https://www.boj.or.jp/en/about/press/koen_2013/data/ko130921a1.pdf Acesso em 20 abr. 2023.

⁶² Cf. FRAGA, Jefferson Souza; STRACHMAN, Eduardo. Crise financeira: o caso japonês. **Nova Economia**, vol. 23, n. 3, dez. 2013. Disponível em <https://www.scielo.br/> Acesso em 20 abr. 2023.

Diante da forte queda das taxas de juros pagas aos detentores dos títulos públicos, o mercado de ações passa a ser central como alternativa de maiores rendimentos. Como afirma João Arthur de Almeida, em entrevista para Amanda Gushiken, “os juros negativos realizam estes incentivos a gastar ou a investir em renda variável, pois o investimento em títulos públicos não vale a pena para o investidor, por conta do baixo rendimento”⁶³.

Além disso, altera-se a relação de risco de investimento por muito institucionalizada no sistema financeiro, a partir do momento em que o próprio Estado passa a adquirir ações de empresas privadas em seu portfólio, como se verá ao ser abordada a política *too big to fail*, e a lógica do afrouxamento quantitativo está direcionada exclusivamente para a recuperação também de empresas privadas, isso envolve duas questões principais: (i) o afrouxamento quantitativo, apesar de criar dinheiro, o insere no mercado através das instituições financeiras pela compra de títulos no mercado aberto, instituições essas que não estão obrigadas pelo Banco Central ou qualquer instituição governamental a alocarem os referidos valores para empréstimos, financiamentos, ou qualquer outro produto financeiro, podendo utilizar o ganho com a venda de títulos para quaisquer outros fins, como crédito na reserva bancária; e (ii) ao recuperar de uma só vez os títulos públicos especialmente de longo prazo, o Estado dirime parte substancial de um mercado que é utilizado especialmente para financiar o pagamento da dívida pública, inviabilizando que recorra à venda de títulos para pagar essa dívida. Ou seja, a lógica inicial de que, diante da impossibilidade de o governo reduzir ainda mais as taxas de juros, a *quantitative easing* é um instrumento estratégico dos Bancos Centrais para aumentar o suprimento de dinheiro, não é inteiramente verdadeira⁶⁴.

4.1.1 As políticas *too big to fail* no Japão

⁶³ GUSHIKEN, Amanda. Entenda o porquê de países europeus adotarem juros negativos. **Suno**. 17 fev. 2021. Disponível em <https://www.suno.com.br/> Acesso em 20 abr. 2023.

⁶⁴ Cf. INVESTOPEDIA. What Is Quantitative Easing (QE), and How Does It Work? **Investopedia**. 3 ago. 2022. Disponível em <https://www.investopedia.com/terms/q/quantitative-easing.asp> Acesso em 20 abr. 2023.

Já no que diz respeito às instituições financeiras que enfrentavam problemas de solvência, o governo japonês adotou uma abordagem bastante flexível ao adotar uma política que já havia sido aplicada pelos Estados Unidos, denominada de empresas “*too big to fail*” (TBTF).

A ideia do “*too big to fail*”, em tradução simples, “grande demais para falir”, tem sido bastante discutida desde o caso do Continental Illinois National Bank, em 1984, nos Estados Unidos.

O termo foi primeiro utilizado publicamente em um subtítulo de uma notícia do jornal New York Times, em 1936, sobre a cidade de Nova York ser grande demais para falhar no dever de garantir assistência social a agências privadas. No sentido mais próximo do utilizado atualmente, apareceu em uma manchete da revista Business Week em 1975, sobre a empresa estadunidense de aviação Lockheed Aircraft ser grande demais para quebrar e a necessidade de uma garantia de empréstimo do governo para protegê-la: No mesmo ano, o jornal The Economist usou o termo para adjetivar a cidade de Nova York como grande demais para falir – “*too big to fail*” – e o que ocasionaria ao sistema financeiro dos Estados Unidos e mundial se ela não fosse financeiramente preservada⁶⁵.

Anos depois, em 1984, durante o processo de falência do Continental Illinois National Bank and Trust, um dos 10 maiores bancos dos Estados Unidos e o maior banco do estado de Illinois, um artigo da revista Newsweek, intitulado “The Continental Bailout”, trouxe o termo novamente, se referindo à necessidade do governo de salvar a referida instituição financeira, situação que levou a uma alta demanda de retirada de dinheiro nos depósitos bancários.⁶⁶

Termo recuperado na crise japonesa da década de 1990, e posteriormente difundido na crise estadunidense de 2008, “*too big to fail*” é conceituado como um adjetivo cedido a uma empresa, normalmente associada ao sistema financeiro, que

⁶⁵ SAFIRE, William. Too big to fail or to bail out?. **The New York Times**. 06 abr. 2008. Disponível em https://www.nytimes.com/2008/04/06/opinion/06iht-edsafire.1.11699108.html?_r=1 Acesso em 20 jun. 2023.

⁶⁶ FARBER, Amy. Historical Echoes: “Too Big to Fail” Is One Big Phrase. **Liberty Street Economics**. 05 out. 2012. Disponível em <https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2012/10/historical-echoes-too-big-to-fail-is-one-big-phrase/> Acesso em 25 jul. 2023.

tem uma participação tão fundamental em determinado nicho de mercado que é considerada grande demais para que entre em falência, pois isso ocasionaria uma reação em cadeia prejudicial à economia. A decorrência dessa situação empresarial é a implantação pelo governo da política “*too big to fail*”, que diz respeito a um conjunto de ações do poder público para fornecer apoio financeiro a tais agentes econômicos, na forma de injeção de capital ou quaisquer outras medidas que impeçam que seja dado um fim nas suas atividades, além da implantação de normas e políticas públicas que busquem preservar o sistema econômico de tal maneira para que tais falências não o contaminem e sejam de fato pontuais.

Como referido, a crise bancária japonesa teve como principal causa o crescimento exponencial dos preços dos ativos entre o final da década de 1980 e o início da década de 1990. Tal crescimento se deu por conta das políticas fiscais e monetárias expansionistas do governo japonês a fim de evitar uma recessão que poderia ser provocada pela forte valorização do iene no período, o que levou a uma inflação ocasionada pela expectativa de crescimento econômico e à consequente inflação artificial de preços, inclusive das ações, gerando uma bolha dos preços dos ativos, especialmente entre o final de 1989 e o começo de 1991⁶⁷.

A abordagem japonesa sobre a política *too big to fail* durante a crise é considerada flexível, pois houve momentos em que as autoridades do Japão entenderam por permitir a falência de bancos durante o período.

A falência do Toho Sogo Bank em 1991 foi a primeira falência bancária no período pós-guerra no Japão, seguida pela falência de pequenas instituições financeiras entre 1994 e 1995. Nos dois anos posteriores, o governo injetou 680 bilhões de ienes⁶⁸ para lidar com empresas não bancárias especializadas em crédito à habitação, chamadas de *jusen*.

⁶⁷ Cf. FUJII, Mariko; KAWAI, Masahiro. *Lessons from Japan's Banking Crisis, 1991–2005. ADBI Working Paper 222*, jun. 2010. Disponível em <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/156077/adbi-wp222.pdf> Acesso em 11 abr. 2024.

⁶⁸ Cf. FUJII, Mariko; KAWAI, Masahiro. *Lessons from Japan's Banking Crisis, 1991–2005. ADBI Working Paper 222*, jun. 2010. Disponível em <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/156077/adbi-wp222.pdf> Acesso em 11 abr. 2024.

Como as *jusen* eram submetidas a regulamentações menos rigorosas que as demais instituições financeiras, agiam com maior liberdade com empréstimos a pequenas empresas durante o período da bolha. Como salientam Mariko Fujii e Masahiro Kawai, a impopularidade da intervenção *jusen* desencorajou o Ministério das Finanças em dar prosseguimento a “políticas de utilização de fundos públicos para resolver problemas de balanço dos bancos. O governo fez esforços para conter a dificuldade emergente no sector bancário sem utilizar fundos públicos”⁶⁹.

Em outras ocasiões, porém, o governo japonês forneceu apoio, através da compra de ações e títulos de instituições financeiras problemáticas, e também através da injeção direta de capital, como ocorreu em 1998 e 1999⁷⁰:

Em fevereiro de 1998, introduziu outro pacote de medidas de emergência para estabilizar o sistema financeiro que incluía injeções substanciais de dinheiro público nos principais bancos pela primeira vez na história. As medidas incluíam claramente os elementos de “too big to fail”, pois parece que o objetivo das medidas era basicamente evitar o colapso dos maiores bancos. A quantia de 30 trilhões de ienes (6% do PIB) foi distribuída através da Deposit Insurance Corporation (DIC). O fundo público deveria ser utilizado para os seguintes fins. Primeiro, 13 trilhões de ienes destinaram-se ao estabelecimento de uma “Conta para Gestão de Crises Financeiras”, que visava fortalecer a base de capital de bancos viáveis e alargar a base financeira do DIC. Em segundo lugar, 17 trilhões de ienes destinavam-se ao estabelecimento de uma “Conta Especial” unificada, que teria de garantir a proteção total dos depósitos e poderia ser usada para financiar a consolidação da indústria bancária. Contudo, em março de 1998, apenas 1,8 trilhões de ienes dos 13 trilhões tinham sido distribuídos a 18 grandes bancos e a 3 bancos regionais, principalmente devido às rigorosas condições de reestruturação associadas e ao estigma de receber apoio público.⁷¹ (tradução nossa)

⁶⁹ “The unpopularity of *jusen* intervention discouraged the MOF from pursuing policies to use public funds to address bank balance sheet problems. The government did make efforts to contain the emerging difficulty in the banking sector without using public funds.” FUJII, Mariko; KAWAI, Masahiro. Lessons from Japan’s Banking Crisis, 1991–2005. **ADBI Working Paper 222**, jun. 2010, p. 4. Disponível em <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/156077/adbi-wp222.pdf> Acesso em 11 abr. 2024.

⁷⁰ Cf. RIXTEL, Adrian van; WIWATTANAKANTANG, Yupana; SOUMA, Toshiyuki; SUZUKI, Kazunori. Banking in Japan: Will “Too Big To Fail” Prevail? **Center for Economic Institutions**. Working Paper Series, No. 2002-16. Hitotsubashi University Repository, 2002.

⁷¹ “In February 1998, it introduced another package of emergency measures for stabilizing the financial system that included substantial injections of public money into the major banks for the first time in the history. The measures clearly included the elements of “too big to fail” as it appears that the aim of the measures was basically to avoid collapses of the biggest banks. The amount of Yen 30 trillion (6% of GDP) were distributed through the Deposit Insurance Corporation (DIC). The public fund was to be used for the following purposes. First, Yen 13 trillion was for the establishment of an “Account for Financial

Mesmo com essas medidas, em 1999 a agência reguladora bancária japonesa, junto ao Banco do Japão, identificou, com base pouco confiável advinda das avaliações dos próprios bancos, que o montante total de créditos concedidos e não efetuados (nonperforming loans) de todos os bancos japoneses estava em torno de 34 trilhões de ienes, sendo 22 trilhões de ienes dos principais bancos do país. Posteriormente, o governo avaliou que os bancos subnotificaram tais créditos na faixa de 25% a 37%.⁷²

Mediante esse cenário, a fim de revitalizar o sistema bancário, em 2003 o governo criou uma empresa de gestão de ativos denominada Corporação de Revitalização Industrial do Japão (tradução nossa), empresa essa que objetivava promover a reestruturação de instituições financeiras relativamente grandes e problemáticas através da compra de empréstimos de outros bancos, deixando as referidas instituições e a Corporação como os únicos grandes credores. Além disso, através da instituição governamental denominada Corporação de Compra de Participações de Bancos (tradução nossa), o governo comprou cerca de 1,6 trilhões de ienes em ações de bancos até 2006.⁷³

Dessa maneira, com a referida combinação de medidas políticas *too big to fail*, atreladas às demais políticas heterodoxas, o total de créditos concedidos e não efetuados dos principais bancos caiu a níveis satisfatórios em 2005, e “a economia do

Crisis Management”, which aimed to strengthen the capital base of viable banks and broadening of the financial basis of the DIC. Second, Yen 17 trillion was for the establishment of one unified “Special Account,” which would have to ensure the full protection of deposits and could be used to finance the consolidation of the banking industry. By March 1998, however, only Yen 1.8 trillion of the Yen 13 trillion had been distributed to 18 major and 3 regional banks, mainly because of the strict restructuring conditions attached and the stigma of taking public support.” RIXTEL, Adrian van; WIWATTANAKANTANG, Yupana; SOUMA, Toshiyuki; SUZUKI, Kazunori. Banking in Japan: Will “Too Big To Fail” Prevail? **Center for Economic Institutions**. Working Paper Series, No. 2002-16. Hitotsubashi University Repository, 2002, p. 25-26.

⁷² FUJII, Mariko; KAWAI, Masahiro. Lessons from Japan’s Banking Crisis, 1991–2005. **ADBI Working Paper 222**, jun. 2010, p. 5-6. Disponível em <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/156077/adbi-wp222.pdf> Acesso em 11 abr. 2024.

⁷³ FUJII, Mariko; KAWAI, Masahiro. Lessons from Japan’s Banking Crisis, 1991–2005. **ADBI Working Paper 222**, jun. 2010, p. 7. Disponível em <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/156077/adbi-wp222.pdf> Acesso em 11 abr. 2024.

Japão regressou a uma trajetória de recuperação plena, apoiada pela expansão económica global a partir de 2004".⁷⁴

Vale salientar que uma das críticas aos programas *too big to fail* é de que:

[...] a teoria económica sugere que as expectativas de que uma empresa não será autorizada a falir criam risco moral – se os credores e contrapartes de uma empresa TBTF acreditam que o governo os protegerá de perdas, eles têm menos incentivos para monitorar o risco da empresa porque eles estão protegidos das consequências negativas desses riscos. Se assim for, as empresas TBTF poderiam ter uma vantagem de financiamento em comparação com outros bancos, o que alguns chamam de subsídio implícito.⁷⁵ (tradução nossa)

Além disso, o tratamento sobre as instituições TBTF diminui a confiança do público na justiça do sistema de mercado, e mina a estrutura de responsabilidade e prestação de contas que deveria caracterizar as economias capitalistas, principalmente ao se promover uma cultura de privatização dos ganhos e socialização das perdas. Dessa maneira as instituições TBTF podem ser consideradas uma ameaça não apenas à estabilidade financeira, mas também ao contexto político como um todo⁷⁶.

Ademais, as empresas cujos ativos o Estado compra, adquirem um novo patamar de segurança de investimento, seja quando a compra é para a manutenção de sua liquidez no mercado, de forma artificial, seja pois tais ativos são de grandes conglomerados econômicos de importância estrutural para o mercado, com ações na bolsa e inseridos no cenário atual de investimento, identificados como agentes

⁷⁴ "Japan's economy returned to a full-fledged recovery path supported by global economic expansion starting in 2004". FUJII, Mariko; KAWAI, Masahiro. *Lessons from Japan's Banking Crisis, 1991–2005. ADBI Working Paper 222*, jun. 2010, p. 8. Disponível em <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/156077/adbi-wp222.pdf> Acesso em 11 abr. 2024.

⁷⁵ "[...] economic theory suggests that expectations that a firm will not be allowed to fail create moral hazard—if the creditors and counterparties of a TBTF firm believe that the government will protect them from losses, they have less incentive to monitor the firm's riskiness because they are shielded from the negative consequences of those risks. If so, TBTF firms could have a funding advantage compared with other banks, which some call an implicit subsidy." LABONTE, Marc. **Systemically Important or "Too Big to Fail" Financial Institutions**. Congressional Research Service. 24 set. 2018. Disponível em <https://crsreports.congress.gov/product/pdf/R/R42150> Acesso em 20 abr. 2023.

⁷⁶ Cf. GOLDSTEIN, Morris; VÉRON, Nicolas. **Too big to fail: the transatlantic debate**. Bruegel Working Paper, fev. 2011. Disponível em http://aei.pitt.edu/15776/1/Nicolas_Veron_WP_Too_big_to_fail_2011_03.pdf Acesso em 20 abr. 2023, p. 4.

econômicos privados de sólida confiança de retorno (ao contrário do Estado, pois não inseridos num cenário cujas taxas de juros são decididas discricionária e arbitrariamente, podendo inclusive chegar a pontos negativos), e são empresas muito possivelmente incluídas numa prática estatal de recuperação de empresas *too big to fail*, como foi visto durante a implantação das políticas monetárias heterodoxas da crise de 2008, conceito esse que passa a não ser mais adstrito às instituições financeiras.

Para contextualizar essas consequências, vale nos referirmos primeiramente à análise sobre o contexto histórico atual, a partir de duas grandes mudanças históricas na relação entre mercado financeiro e de capitais, conforme realizada por Howard Stanley Marks, investidor e escritor americano, cofundador e copresidente da Oaktree Capital Management, empresa americana de gestão de ativos global, especializada em estratégias alternativas de investimento e uma das maiores do mundo.

4.2 INCURSÃO HISTÓRICA SOBRE A RELAÇÃO ENTRE MERCADO FINANCEIRO E MERCADO DE CAPITAIS ATRAVÉS DO MEMORANDO “SEA CHANGE” DE HOWARD STANLEY MARKS

Em sua trajetória, Howard Marks periodicamente divulga memorandos sobre o mercado financeiro e de capitais. Em seu memorando de 13 de dezembro de 2022, intitulado *Sea Change*⁷⁷, Marks considera que houveram duas mudanças principais no mercado financeiro, desde a década de 1970. O primeiro, inaugurado por Michael Milken (considerado o criador do mercado dos títulos de alto risco e grande rentabilidade), foi a nova mentalidade do investidor que se moldava em torno do que chama de *risk/return mindset*. Ou seja, a possibilidade de se ganhar ao adquirir empresas que, mesmo com baixa pontuação das agências de risco, poderiam crescer num futuro próximo e valeriam o investimento por um alto retorno preeditivo.

⁷⁷ MARKS, Howard Stanley. **Sea Change**. Oaktree. 13 dez. 2022. Disponível em <https://www.oaktreecapital.com/insights/memo/sea-change> Acesso em 20 abr. 2023.

Antes da década de 1970, uma pontuação alta dada por essas agências era condição *sine qua non* para que uma empresa pudesse crescer e se desenvolver com o aporte de investimentos pelo mercado de ações.

Isso até que, em 1973, se instituísse uma crise internacional ocasionada pelo aumento expressivo do preço do barril de petróleo, determinado pela Arábia Saudita e países correlatos – os então os membros da Organização dos Países Árabes Exportadores de Petróleo (OPAEP). Essa crise se deu como retaliação à participação dos Estados Unidos e aliados a favor de Israel na guerra que então se instaurava (Guerra do Yom Kippur).

Durante esse período, o aumento exponencial dos preços e das taxas de juros, sentido também no médio e longo prazo, desestabilizou o mercado de capitais internacional, mostrando, então, a chegada de um novo período em que empresas, tradicionalmente bem estruturadas e com ótimos índices de risco, também poderiam se fragilizar em períodos de alta volatilidade da economia e da política internacionais, graças igualmente ao aumento da interação entre países e agentes econômicos num ambiente com intersecções cada vez mais globalizadas e dinâmicas.

Dentre os prejuízos ocasionados pela alta da taxa de juros, Howard Marks salienta que, como nos anos de 1970 o setor privado era muito mais sindicalizado que agora, e muitas negociações coletivas continham ajustes de correção monetária, o aumento da inflação levou ao aumento de salários, exacerbando ainda mais a inflação e gerando um círculo vicioso⁷⁸.

Assim, o aumento da taxa de juros e a crise do petróleo, levaram Paul Vocker enquanto *chairman* do FED nas décadas de 1980 e 1990, a promover uma brusca redução das taxas de juros, política essa realizada para se combater os malefícios inflacionários trazidos pelo embargo da OPAEP.

A queda posterior da taxa de juros, mais radical ainda após a crise de 2008, atrelada à percepção da fragilidade dos índices de risco por conta da crise e falência de empresas americanas historicamente consolidadas no mercado, alterou-se a

⁷⁸ MARKS, Howard Stanley. **Sea Change**. Oaktree. 13 dez. 2022. Disponível em <https://www.oaktreecapital.com/insights/memo/sea-change> Acesso em 20 abr. 2023.

noção de investimento seguro, passando-se a admitir que o risco é parte do mercado de ações, e a se relativizar os índices fornecidos pelas agências como somente mais um dos critérios a se avaliar, seja em curto, médio ou longo prazo. Nesse sentido, Marks aponta que:

Agora, o risco não foi necessariamente evitado, mas antes considerado em relação ao retorno e, esperançosamente, suportado de forma inteligente. [...] Não é exagero dizer que o mundo dos investimentos de hoje quase não tem nenhuma semelhança com o de há 50 anos. Os jovens que hoje ingressam na indústria ficariam provavelmente chocados ao saber que, naquela altura, os investidores não pensavam em termos de risco/retorno. Agora isso é tudo que fazemos. Portanto, uma mudança radical.⁷⁹ (negrito do original) (tradução nossa)

A política de redução de juros de Volcker, então, Marks considera o segundo *sea change* que verificou durante sua carreira, o qual, combinado com o primeiro, foi primordial para:

(a) o renascimento do otimismo entre os investidores, (b) a busca do lucro através de veículos de investimento agressivos e (c) incríveis quatro décadas para o mercado de ações. O índice S&P 500 subiu de um mínimo de 102 em agosto de 1982 para 4.796 no início de 2022, para um retorno anual composto de 10,3% ao ano. Que período! Não pode haver maior sorte na carreira financeira e de investimento do que ter participado dela.⁸⁰ (negrito do original) (tradução nossa)

Há, assim, esses dois acontecimentos históricos que concomitantemente influenciaram uma maior robustez no volume de investimentos privados no mercado de ações, em seu direcionamento e a forma de serem realizados, a partir da segunda metade da década de 1970.

⁷⁹ “Now risk wasn’t necessarily avoided, but rather considered relative to return and hopefully borne intelligently. [...] It’s no exaggeration to say today’s investment world bears almost no resemblance to that of 50 years ago. Young people joining the industry today would likely be shocked to learn that, back then, investors didn’t think in risk/return terms. Now that’s all we do. Ergo, a sea change.” MARKS, Howard Stanley. **Sea Change**. Oaktree. 13 dez. 2022. Disponível em <https://www.oaktreecapital.com/insights/memo/sea-change> Acesso em 20 abr. 2023.

⁸⁰ “(a) the rebirth of optimism among investors, (b) the pursuit of profit through aggressive investment vehicles, and (c) an incredible four decades for the stock market. The S&P 500 Index⁸⁰ rose from a low of 102 in August 1982 to 4,796 at the beginning of 2022, for a compound annual return of 10.3% per year. What a period! There can be no greater financial and investment career luck than to have participated in it.” (negrito do original). MARKS, Howard Stanley. **Sea Change**. Oaktree. 13 dez. 2022. Disponível em <https://www.oaktreecapital.com/insights/memo/sea-change> Acesso em 20 abr. 2023.

Na mesma linha, o vínculo direto do crescimento do mercado de ações com as taxas básicas de juros é objeto de diversos estudos científicos. Os pesquisadores Walter Gonçalves Junior e William Eid Junior já indicaram a relevância dos trabalhos de Thorbecke e Alami⁸¹, os quais, conjuntamente, em 1994, “constataram uma resposta significativa dos retornos das ações na segunda metade da década de 1970 (representadas pelos índices Dow Jones e S&P) às mudanças na taxa-alvo pelo FOMC (*Federal Open Market Committee*)”⁸². Além disso, informa que Thorbecke, em 1997, ampliou este estudo usando diferentes abordagens, “abrangendo o período de 1987 a 1994 (essencialmente quando a direção do Fed foi de Alan Greenspan), obtendo resultados qualitativamente similares aos de seu trabalho anterior”⁸³.

Especificamente no trabalho de Walter Junior e William Junior, eles constataram que o mercado acionário, apesar de reagir fracamente às variações diretas na meta da taxa básica de juro, tem uma resposta significativa e robusta às variações inesperadas, estimando-se que a cada ponto percentual de incremento não esperado na meta da taxa básica esteja associada uma queda no Índice Bovespa⁸⁴.

Seguindo os *sea changes* verificados até os dias atuais, as taxas de juros básicas no mundo se mantiveram em cenário de forte queda, especialmente a partir de 2008 até meados da crise pandêmica em 2021:

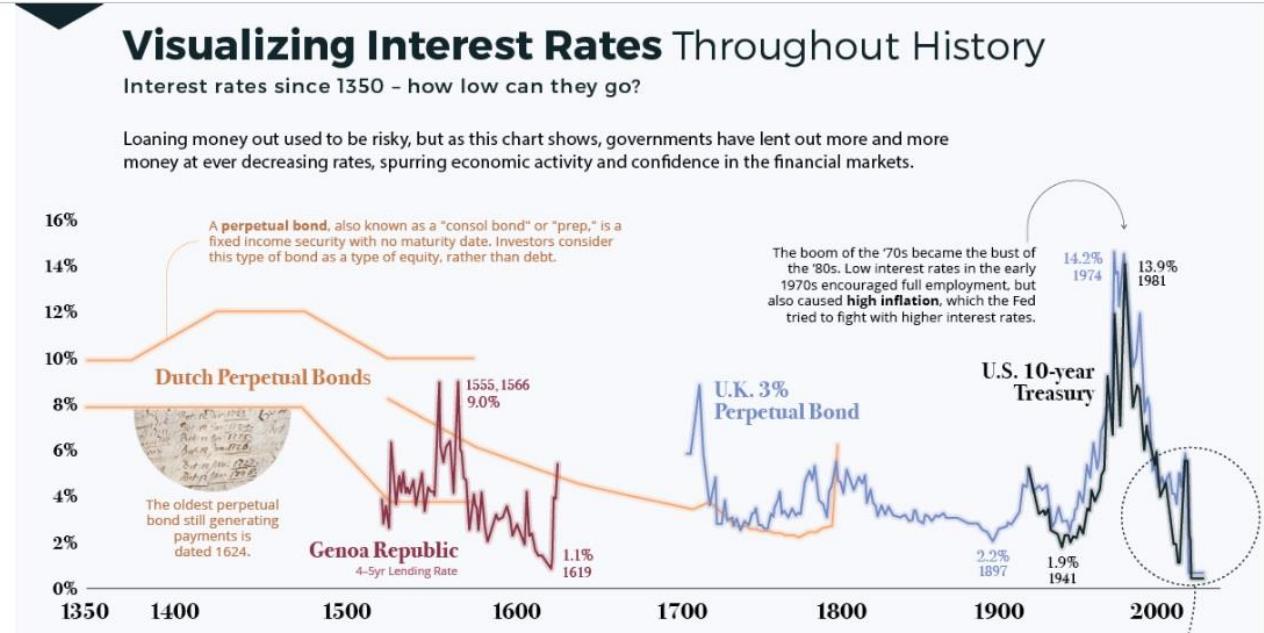
⁸¹ Especificamente, os estudos são: THORBECKE, W.; ALAMI, T. The effect of changes in the federal funds rate target on stock prices in the 1970s. *Journal of Economics and Business*, n. 46, 1994; e THORBECKE, W. On stock market returns and monetary policy. *Journal of Finance*, n. 52, 1994. Outro trabalho que caminha no mesmo sentido é: REINHART, Vincent; SIMIN, Timothy The market reaction to federal reserve policy action from 1989 to 1992. *Journal of Economics and Business*, n. 49, 1997.

⁸² GONÇALVES JUNIOR, Walter; EID JUNIOR, William. Surpresas com relação à política monetária e o mercado de capitais: evidências do caso brasileiro. *Brazilian Journal of Political Economy*, set. 2011. Disponível em <https://www.scielo.br/j/rep/a/kBFn73kPNZ4TqkZppQ76r7F/?lang=pt> Acesso em 20 abr. 2023.

⁸³ GONÇALVES JUNIOR, Walter; EID JUNIOR, William. Surpresas com relação à política monetária e o mercado de capitais: evidências do caso brasileiro. *Brazilian Journal of Political Economy*, set. 2011. Disponível em <https://www.scielo.br/j/rep/a/kBFn73kPNZ4TqkZppQ76r7F/?lang=pt> Acesso em 20 abr. 2023.

⁸⁴ GONÇALVES JUNIOR, Walter; EID JUNIOR, William. Surpresas com relação à política monetária e o mercado de capitais: evidências do caso brasileiro. *Brazilian Journal of Political Economy*, set. 2011. Disponível em <https://www.scielo.br/j/rep/a/kBFn73kPNZ4TqkZppQ76r7F/?lang=pt> Acesso em 20 abr. 2023.

Figura 3 – Evolução da taxa básica de juros no mundo⁸⁵



No gráfico acima, pode ser observada a variação das taxas básicas de juros no mundo, desde o século XIV até meados da década passada. A queda da taxa de juros se mostra uma tendência desde o início, mas alcança índices abaixo de zero somente no período mais recente, acontecimento esse inédito no mundo conforme esses dados históricos.

Verificaremos mais adiante como esse referido contexto atual, desde a crise de 2008 até a pandemia do Covid-19, trouxe um novo contexto ao mercado financeiro, mesmo após a retomada do aumento da taxa de juros subsequente à crise pandêmica, com consequências a longo prazo na ordem econômica mundial.

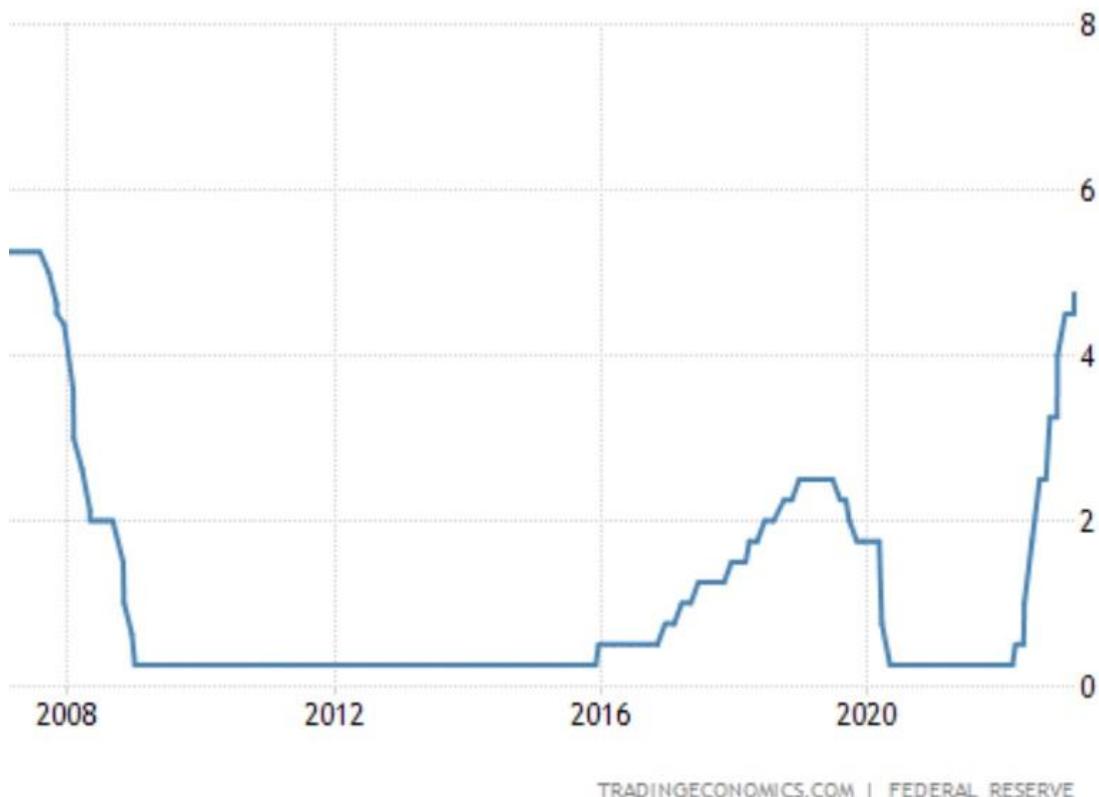
Mas, primeiramente, vale analisarmos cada uma das medidas heterodoxas de política monetária implantadas, e seus impactos especificamente nos Estados Unidos, na Zona do Euro e no Brasil.

⁸⁵ WORLD ECONOMIC FORUM. **This is what 700 years of interest rates looks like in one chart.** 2023. Disponível em <https://www.weforum.org/agenda/2019/11/interest-rates-670-years/> Acesso em 20 abr. 2023.

4.3 POLÍTICAS MONETÁRIAS HETERODOXAS NOS ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA

O Federal Reserve entrou em política de redução da taxa de juros desde a crise do petróleo em 1979, tendo sido exacerbada após a crise dos subprimes:

Figura 4 – Evolução da taxa básica de juros nos Estados Unidos da América⁸⁶



No gráfico acima, pode ser verificada a queda brusca da taxa de juros básica pós crise de 2008, com patamares bem próximos a zero, somente ganhando valor pouco antes da pandemia de COVID, quando cai aos mesmos patamares anteriores, e novamente subindo pós pandemia.

Esses patamares de juros baixos estão atrelados, assim como ocorreu no Japão, com a implementação de instrumentos de afrouxamento quantitativo, ou *quantitative*

⁸⁶ TRADING ECONOMICS. **United States Fed Funds Rate**. 20 mar. 2023. Disponível em <https://tradingeconomics.com/united-states/interest-rate> Acesso em 20 abr. 2023.

easing, o qual, vale lembrar, diz respeito a políticas de injeção de dinheiro na economia pelo Banco Central através da compra de títulos do mercado financeiro. Nos Estados Unidos, como informa Marks:

O período entre o fim da crise financeira global no final de 2009 e o início da pandemia no início de 2020 foi marcado por taxas de juros ultrabaixas e o ambiente macroeconómico – e os seus efeitos – foram altamente incomuns. O nível mais baixo de todos os tempos nas taxas de juros foi atingido quando o Fed reduziu a taxa dos fundos federais para aproximadamente zero no final de 2008, num esforço para retirar a economia do GFC [Crise Financeira Global]. As taxas baixas foram acompanhadas por uma flexibilização quantitativa: compras de obrigações realizadas pelo Fed para injetar liquidez na economia (e talvez para evitar que os investidores entrassem em pânico).⁸⁷ (tradução nossa)

Tais políticas monetárias estadunidenses envolveram a *quantitative easing*, separada em QE1, QE2 e QE3, e o *Maturity Extension Programme* (Programa de Extensão de Maturidade).

Em 2008, o Federal Reserve tornou público seu plano de comprar títulos lastreados em hipotecas, os chamados *mortgage-backed securities* - MBS, e dívidas emitidas por empresas patrocinadas pelo governo, as denominadas GSEs (*Government Sponsored Enterprises*).

Os primeiros foram peça central no mercado imobiliário americano durante muito tempo, não apenas por, antes da crise, “representarem uma ferramenta eficiente e segura para investimento, mas por terem atrelado ao seu lastro um dos pilares econômicos americanos: a hipoteca”⁸⁸.

⁸⁷ “The period between the end of the Global Financial Crisis in late 2009 and the onset of the pandemic in early 2020 was marked by ultra-low interest rates, and the macroeconomic environment – and its effects – were highly unusual. An all-time low in interest rates was reached when the Fed cut the fed funds rate to approximately zero in late 2008 in an effort to pull the economy out of the GFC. The low rates were accompanied by quantitative easing: purchases of bonds undertaken by the Fed to inject liquidity into the economy (and perhaps to keep investors from panicking).” MARKS, Howard Stanley. **Sea Change**. Oaktree. 13 dez. 2022. Disponível em <https://www.oaktreecapital.com/insights/memo/sea-change> Acesso em 20 abr. 2023.

⁸⁸ RUPPELT, Marcos; MISSAGGIA, André Brum; SANTOS, Bruno Miranda dos; SILVEIRA, Franco da. Análise da crise do Subprime e os derivativos de crédito nos Estados Unidos da América. **Revista Brasileira de Geografia Econômica**, ano 7, n. 13, 2018. Disponível em <https://journals.openedition.org/espacoeconomia/4342> Acesso em 20 abr. 2023.

Já os segundos, ou seja, as *Government Sponsored Enterprises*, ou empresas patrocinadas pelo governo, são entidades semigovernamentais estabelecidas para promover o fluxo de crédito para setores específicos da economia dos Estados Unidos. Consolidadas por atos do Congresso, essas empresas prestam serviços financeiros públicos, facilitando empréstimos para diversos setores, incluindo estudantes, agricultores e proprietários de imóveis. Por exemplo, tem-se a *Federal Home Loan Mortgage Corporation* (Freddie Mac) e a *Federal National Mortgage Association* (Fannie Mae) com a função de aprimorar o fluxo de crédito no mercado imobiliário. Após esse programa, conhecido como QE1, outros três se seguiram.

No QE2, iniciado em 2010 com término em junho de 2011, o *Federal Reserve* se comprometeu a comprar US\$ 600 bilhões em títulos de longo prazo do Tesouro americano. Em setembro de 2011, o Fed anunciou o *Maturity Extension Program* – Programa de Extensão de Maturidade – conhecido também como Operação Twist. Este programa foi concebido para alongar o prazo médio da carteira de títulos do Tesouro do Fed, comprando títulos de longo prazo e vendendo igual quantidade de títulos de curto prazo. O programa não aumentou o valor total da carteira de títulos do *Federal Reserve*, mas, conforme indicou o *Federal Open Market Committee* (FOMC), tinha a proposta de reduzir as taxas de juros de títulos de longo prazo.⁸⁹

Por fim, no QE3, anunciado em 2012, o Fed se comprometeu a comprar títulos do Tesouro e MBS, assim como fez no QE1, mas dessa vez sem data pré-definida para terminar, enunciando que não finalizaria o processo de compras até que as perspectivas do mercado de trabalho melhorassem substancialmente. Após o QE3, houve um aumento significativo na carteira de títulos e no balanço patrimonial do Feds, esse o qual chegou a US\$ 4.5 trilhões⁹⁰.

⁸⁹ Cf. ROSENGREN, Eric S. Lessons from the U.S. Experience with Quantitative Easing. The Peterson Institute for International Economics and Moody's Investors Service's 8th Joint Event on Sovereign Risk and Macroeconomics. **Federal Reserve Bank of Boston**. Frankfurt, 5 fev. 2015. Disponível em <https://www.bostonfed.org/news-and-events/speeches/lessons-from-the-us-experience-with-quantitative-easing.aspx> Acesso em 20 abr. 2023.

⁹⁰ Cf. ROSENGREN, Eric S. Lessons from the U.S. Experience with Quantitative Easing. The Peterson Institute for International Economics and Moody's Investors Service's 8th Joint Event on Sovereign Risk and Macroeconomics. **Federal Reserve Bank of Boston**. Frankfurt, 5 fev. 2015. Disponível em <https://www.bostonfed.org/news-and-events/speeches/lessons-from-the-us-experience-with-quantitative-easing.aspx> Acesso em 20 abr. 2023.

Além dessas políticas referidas, o Departamento do Tesouro dos Estados Unidos também promoveu uma política de *Forward Guidance*. Dentre suas ações, foi criado, em 2010 e sob o *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, o *Financial Stability Oversight Council* (FSOC), ou Conselho de Supervisão de Estabilidade Financeira, o qual tem a função de avaliar, monitorar e mitigar os riscos à estabilidade do sistema financeiro estadunidense, aperfeiçoando a comunicação com o público sobre esses riscos por meio de relatórios e outras publicações e facilitando a cooperação e a transparência sobre assuntos relacionados à estabilidade financeira⁹¹.

Importante indicar que, logo após a crise imobiliária e a adoção dessas políticas monetárias heterodoxas, com o crescimento da atuação de investidores institucionais, grandes corporações, e, até mesmo, do crédito e da poupança das famílias, houve um aumento exponencial do mercado de capitais nos Estados Unidos:

Figura 5 – Evolução do índice da Bolsa de Valores nos Estados Unidos da América⁹²



⁹¹ U. S. DEPARTMENT OF TREASURY. **Financial Stability Oversight Council**. 2023. Disponível em <https://home.treasury.gov/policy-issues/financial-markets-financial-institutions-and-fiscal-service/fsoc> Acesso em 20 abr. 2023.

⁹² TRADING ECONOMICS. **United States Stock Market Index (US30)**. 30 mar. 2023. Disponível em <https://tradingeconomics.com/united-states/stock-market> Acesso em 20 abr. 2023.

Como já referido nos capítulos sobre a crise imobiliária japonesa e os *sea changes* analisados por Howard Marks, esse crescimento se deu muito por conta da percepção da fragilidade do mercado bancário e dos títulos de dívida através dele negociados, os quais, ao servirem também como forma de se criar caixa positivo diante da dívida pública do Estado, tem como parâmetro de lucro a taxa básica de juros, que permaneceu em níveis extremamente baixos desde o período de crise até atualmente, incentivando investidores a recorrer ao mercado de capitais, a fim de assegurarem ganhos mais sólidos e seguros diante de tal cenário fragilizado do mercado financeiro estadunidense e mundial.

4.2.1 A adoção da política *too big to fail* nos Estados Unidos

Associado a esses programas de afrouxamento quantitativo, a política do “*too big to fail*” (TBTF) foi incorporada ao sistema financeiro dos Estados Unidos durante a crise dos subprimes de 2008. Como salienta Marc Labonte, em documento preparado pelo *Congressional Research Service*, do Congresso estadunidense, “as empresas financeiras são consideradas TBTF quando os formuladores de políticas julgam que sua falha causaria perturbações inaceitáveis no sistema financeiro geral”⁹³.

A crise teve início em setembro de 2008, com a falência do banco Lehman Brothers, mas indícios de que o mercado mobiliário estava afetando negativamente o sistema financeiro foram dados a partir do início daquele ano, com a venda do banco de investimento estadunidense Bear Stearns, que também negociava valores mobiliários e, como corretora, operava globalmente, com sede em Nova York. O seu balanço e a qualidade dos seus ativos começaram a ser questionados em face de sua carteira baseada em hipotecas subprime.

Revogando a normativa do Glass-Steagall Act de 1933, que proibia negócios bancários e de valores mobiliários na mesma empresa, o Gramm Leach Bliley Bill (GLB), promulgado em 1999, permitiu que as holdings financeiras se envolvessem

⁹³ “Financial firms are said to be TBTF when policymakers judge that their failure would cause unacceptable disruptions to the overall financial system”. In: LABONTE, Marc. **Systemically Important or “Too Big to Fail” Financial Institutions**. Congressional Research Service. 24 set. 2018. Disponível em <https://crsreports.congress.gov/product/pdf/R/R42150> Acesso em 20 abr. 2023.

conjuntamente em atividades bancárias, de valores mobiliários e de seguros. Ao abrigo dessa lei, o Fed estava autorizado a supervisionar as companhias financeiras, porém, a norma foi omissa ao não regular sobre a supervisão de holdings de bancos de investimento como o Bear Stearns.

Porém, em 2004, para dirimir essa lacuna na lei, a Securities and Exchange Commission (SEC) implementou um programa voluntário denominado Consolidated Supervised Entities Program (CSE), sobre o qual supervisionou o banco Bear Stearns mais os 5 maiores conglomerados bancos de investimento dos Estados Unidos. Esse programa permitia a tais bancos, que tivessem voluntariamente as suas operações de corretagem e holdings sujeitas à supervisão da SEC, que aumentassem o seu montante de dívida alavancada.

Anteriormente à CSE, a SEC exigia que tais bancos limitassem a relação dívida/capital líquido para 15 para 1⁹⁴, ou seja, a cada 15 dólares de dívida, os bancos eram obrigados a ter no mínimo 1 dólar de capital próprio, e deveriam emitir um aviso prévio caso começassem a aproximar-se do limite. Com a instituição do CSE, este limite foi revogado e também foi eliminada a exigência de que tais bancos mantivessem um determinado montante de capital como proteção contra o descumprimento de pagamento de ativos⁹⁵.

Como resultado, “o programa de supervisão criou as condições que ajudaram a causar o colapso do Bear Stearns. O Bear tinha um índice de dívida bruta de cerca de 33 para 1 antes de seu desaparecimento”⁹⁶.

O programa foi descontinuado após o lançamento, pelo inspetor geral da SEC, em setembro de 2008, de um relatório intitulado “SEC’s Oversight of Bear Stearns and

⁹⁴ KOTZ, H. David. SEC’s Oversight of Bear Stearns and Related Entities: The Consolidated Supervised Entity Program. **Securities and Exchange Comission**. 25 set. 2008. Disponível em <https://www.sec.gov/about/oig/audit/2008/446-a.pdf> Acesso em 29 mar. 2024.

⁹⁵ Cf. KOTZ, H. David. SEC’s Oversight of Bear Stearns and Related Entities: The Consolidated Supervised Entity Program. **Securities and Exchange Comission**. 25 set. 2008. Disponível em <https://www.sec.gov/about/oig/audit/2008/446-a.pdf> Acesso em 29 mar. 2024.

⁹⁶ “the oversight program created the conditions that helped cause the collapse of Bear Stearns. Bear had a gross debt ratio of about 33-to-1 prior to its demise”. PROTESS, Ben. 'Flawed' SEC Program Failed to Rein in Investment Banks. **ProPublica**. 1 out. 2008. Disponível em <https://www.propublica.org/article/flawed-sec-program-failed-to-rein-in-investment-banks-101> Acesso em 29 mar. 2024.

Related Entities: The Consolidated Supervised Entity Program, Report No. 446-A", no qual relata os problemas do programa e o contexto da possível falência do Bear Stearns e de sua venda ao banco JP Morgan, descrevendo inclusive sobre a injeção de financiamento de emergência do Federal Reserve Bank of New York para que a venda se realizasse. Em seus termos:

Durante a semana de 10 de março de 2008, espalharam-se rumores sobre problemas de liquidez na The Bear Stearns Companies, Inc. À medida que os rumores se espalhavam, o Bear Stearns não conseguiu obter financiamento garantido de contrapartes. Isso causou graves problemas de liquidez. Como resultado, na sexta-feira, 14 de março de 2008, o JP Morgan Chase &Co. (JP Morgan) forneceu ao Bear Stearns financiamento de emergência do Federal Reserve Bank de Nova York (FRBNY). [...], após o encerramento dos mercados em 14 de Março de 2008, tornou-se evidente que o financiamento do FRBNY não poderia impedir a espiral descendente do Bear Stearns. Como resultado, o Bear Stearns concluiu que precisaria entrar com pedido de proteção contra falência em 17 de março de 2008, a menos que outra empresa o comprasse. No domingo, 16 de março de 2008 (antes da abertura dos mercados asiáticos), a venda do Bear Stearns para o JP Morgan foi anunciada com apoio financeiro do FRBNY. Em maio de 2008, a venda foi concluída.⁹⁷

A venda do Bear Stearns ao JPMorgan com o suporte financeiro do Federal Reserve de Nova York, foi o início do reconhecimento das fraquezas da gestão de risco das instituições bancárias estadunidenses como um todo.e levou ao colapso do mercado financeiro em setembro de 2008 e à subsequente crise global, dando início ao processo de intervenção do governo sobre os bancos e à implementação do modelo de política de auxílio e injeção de capital às empresas *too big to fail*⁹⁸.

⁹⁷ "During the week of March 10, 2008, rumors spread about liquidity problems at The Bear Stearns Companies, Inc. As the rumors spread, Bear Stearns was unable to obtain-secured financing from counterparties. This caused severe liquidity problems. As a result, on Friday March 14, 2008, JP Morgan Chase &Co. (JP Morgan) provided Bear Stearns with emergency funding from the Federal Reserve Bank of New York (FRBNY). [...], after the markets closed on March 14, 2008, it became apparent that the FRBNY's funding could not stop Bear Stearns' downward spiral. As a result, Bear Stearns concluded that it would need to file for bankruptcy protection on March 17, 2008, unless another firm purchased it. On Sunday March 16, 2008, (before the Asian markets opened), Bear Stearns' sale to JP Morgan was announced with financing support from the FRBNY. In May 2008, the sale was completed". KOTZ, H. David. SEC's Oversight of Bear Stearns and Related Entities: The Consolidated Supervised Entity Program. **Securities and Exchange Comission**. 25 set. 2008. Disponível em <https://www.sec.gov/about/oig/audit/2008/446-a.pdf> Acesso em 29 mar. 2024.

⁹⁸ Cf. RYBACK, William. Case Study on Bear Stearns. **Toronto Leadership Centre**. Disponível em <https://repository.crmsindonesia.org/bitstream/123456789/131/1/Case%20Study%20on%20Bear%20Stearns.pdf> Acesso em 29 mar. 2024.

Esse processo de intervenção e auxílio financeiro surgiu a partir da falência do banco Lehman Brothers. Um dos líderes em títulos baseados em hipotecas subprime nos Estados Unidos, em 2007, mais de uma dúzia de processos judiciais foram iniciados contra este banco, pela alegação de que tinha obrigado indevidamente os mutuários a contrair empréstimos que não podiam pagar⁹⁹. De 2006 até meados de 2007, a estratégia de mercado do Lehman foi considerada agressiva:

[...] consistiu em utilizar o seu próprio capital para expandir no sector imobiliário comercial, private equity e empréstimos alavancados. Fuld [ex-CEO do Lehman Brothers] não acreditava que os problemas no mercado hipotecário subprime se espalhariam; ele também pensava que os problemas neste mercado proporcionavam ao Lehman uma oportunidade de avançar agressivamente quando os seus concorrentes estavam a recuar. A chamada estratégia anticíclica do Lehman foi terminada em meados de 2007, quando as suas perdas e ativos ilíquidos começaram a ficar fora de controle. [...] [Com a queda do Bear Stearns] o Federal Reserve e o Fed de Nova Iorque também começaram a ajudar o Lehman com enormes empréstimos e continuariam a fazê-lo até o seu colapso em 15 de setembro.¹⁰⁰ (tradução nossa)

Os efeitos da falência do Lehman Brothers se deram em todo o mundo, ocasionados principalmente por conta da sua forte presença nos ativos hipotecários de subprimes e a fragilidade do sistema financeiro na época de pouco controle sobre a qualidade desses ativos e baixa regulação de seu mercado. Havia, ademais, a expectativa de que o banco seria resguardado pelo governo. Porém:

A decisão de deixar o Lehman entrar em colapso destruiu temporariamente esta expectativa. Contudo, as consequências foram tão cataclísmicas que levaram o governo a agir agressivamente para convencer os mercados financeiros de que não permitiria que outro grande banco falisse desta forma. Após a falência do Lehman, o Congresso aprovou o Troubled Asset Relief Program (TARP) para

⁹⁹ Cf. SWEDBERG, Richard. The Structure of Confidence and the Col/apse of Lehman Brothers. **Markets on Trial: The Economic Sociology of the U.S. Financial Crisis: Part A.** Research in the Sociology of Organizations, V. 30A, p. 71-114, 2010. Disponível em <https://www.jteall.com/Lehman%20Brothers%2002.pdf> Acesso em 29 mar. 2024.

¹⁰⁰ “ [...] consisted in using its own capital to expand in commercial real estate, private equity, and leveraged lending. Fuld did not believe that the problems in the subprime mortgage market would spread; he also thought that the problems in this market provided Lehman with an opportunity to aggressively advance when its competitors were pulling back. Lehman's so-called countercyclical strategy was terminated by mid-2007, as its losses and illiquid assets were beginning to get out of control. [...] he Federal Reserve and the New York Fed also started to help Lehman with huge loans and would do so till its collapse on September 15.” SWEDBERG, Richard. The Structure of Confidence and the Col/apse of Lehman Brothers. **Markets on Trial: The Economic Sociology of the U.S. Financial Crisis: Part A.** Research in the Sociology of Organizations, V. 30A, p. 71-114, 2010, p. 84. Disponível em <https://www.jteall.com/Lehman%20Brothers%2002.pdf> Acesso em 29 mar. 2024.

canalizar centenas de milhares de milhões de dólares para apoiar os bancos num período de extraordinária turbulência financeira. Além disso, o Conselho da Reserva Federal emprestou centenas de milhares de milhões de dólares aos bancos através de uma série de facilidades de crédito especiais recentemente criadas. Para além destas medidas, a Fed e o Tesouro também tomaram medidas extraordinárias para manter a solvência do Citigroup e do Bank of America, numa altura em que quase certamente teriam entrado em colapso sem o apoio do governo.¹⁰¹ (tradução nossa)

Assim, o aporte monetário do referido pacote de emergência de US\$700 bilhões, chamado de *Trouble Asset Relief Program* (TARP): “basicamente foi usado para comprar ativos podres do setor imobiliário e injetar dinheiro público em bancos como o Goldman Sachs e o Morgan Stanley”¹⁰². Mesmo assim:

[...] mesmo com o dinheiro do contribuinte americano em cofres, as duas empresas, ainda em setembro de 2008, aprovaram a mudança de status de bancos de investimentos para holdings num movimento que marcou o fim de uma era em Wall Street. No mesmo período, o Washington Mutual, um dos maiores nomes do setor de hipoteca norte-americano, com ativos avaliados em US\$307 bilhões, foi fechado por agências reguladoras e vendido ao JP Morgan Chase.¹⁰³

Referido TARP foi estabelecido pelo “Emergency Economic Stabilization Act of 2008”, promulgado em outubro de 2008, dentre outros propósitos, a fim de “fornecer autoridade ao Governo Federal para comprar e garantir certos tipos de ativos problemáticos com o objetivo de proporcionar estabilidade e prevenir perturbações na

¹⁰¹ “The decision to let Lehman collapse temporarily shattered this expectation. However, the consequences were so cataclysmic that it led the government to move aggressively to convince financial markets that the government would not allow another major bank to fail in this manner. After Lehman’s failure, Congress passed the Troubled Asset Relief Program (TARP) to funnel hundreds of billions of dollars to support banks in a period of extraordinary financial turbulence. In addition, the Federal Reserve Board lent hundreds of billions of dollars to the banks through a series of newly created special lending facilities. On top of these measures, the Fed and Treasury also took extraordinary actions to keep Citigroup and Bank of America solvent, at a time when they almost certainly would have collapsed without government support.” BAKER, Dean; MCARTHUR, Travis. The Value of the “Too Big to Fail” Big Bank Subsidy. **Center for Economic and Policy Research**. Jan. 2009. Disponível em https://www.researchgate.net/profile/Dean-Baker-2/publication/46465053_The_Value_of_the_aToo_Big_to_Faila_Big_Bank_Subsidy/links/543bcaa60cf204cab1db3210/The-Value-of-the-aToo-Big-to-Faila-Big-Bank-Subsidy.pdf Acesso em 29 mar. 2024.

¹⁰² RUPPELT, Marcos; MISSAGGIA, André Brum; SANTOS, Bruno Miranda dos; SILVEIRA, Franco da. Análise da crise do Subprime e os derivativos de crédito nos Estados Unidos da América. **Revista Brasileira de Geografia Econômica**, ano 7, n. 13, 2018. Disponível em <https://journals.openedition.org/espacoeconomia/4342> Acesso em 20 abr. 2023.

¹⁰³ RUPPELT, Marcos; MISSAGGIA, André Brum; SANTOS, Bruno Miranda dos; SILVEIRA, Franco da. Análise da crise do Subprime e os derivativos de crédito nos Estados Unidos da América. **Revista Brasileira de Geografia Econômica**, ano 7, n. 13, 2018. Disponível em <https://journals.openedition.org/espacoeconomia/4342> Acesso em 20 abr. 2023.

economia e no sistema financeiro e proteger os contribuintes”¹⁰⁴. Como dito na sua Section 2, os objetivos desta lei eram: fornecer imediatamente autoridade e facilidades para o Secretário do Tesouro para restaurar a liquidez e a estabilidade ao sistema financeiro dos Estados Unidos; e garantir que tal autoridade e tais facilidades sejam usadas de uma maneira que proteja valores residenciais, fundos universitários, contas de aposentadoria e poupanças de vida, além de preservar a propriedade da casa própria e promove empregos e crescimento económico, maximizar os retornos globais para os contribuintes dos Estados Unidos¹⁰⁵. Ainda, na Section 106, a lei permitiu que o Secretário do Tesouro estadunidense, a qualquer momento, nos termos e condições e a um preço que ele mesmo determinasse, vendesse ou celebrasse empréstimos de títulos, transações de recompra ou outras transações financeiras em relação a qualquer ativo problemático adquirido nos termos daquela Lei¹⁰⁶.

Posteriormente, adveio a já referida *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, de 2010, cunhada com a finalidade de promover a estabilidade financeira dos Estados Unidos, melhorar a responsabilização e a transparência no sistema financeiro, acabar com o “*too big to fail*” através do fim dos resgates e proteger os consumidores de práticas abusivas de serviços financeiros¹⁰⁷. Essa legislação, por sua vez, traz nova normativa que estabelece que instituições financeiras *too big to fail* apresentassem planos detalhados para a resolução de sua iliquidez, e autorizou o a Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), agência independente criada em 1933 pelo Congresso estadunidense para manter a estabilidade e a confiança pública no sistema financeiro do país¹⁰⁸, a desenvolver uma estratégia chamada de “single point of entry” (SPOE), sobre a qual as empresas-mãe saudáveis suportam as perdas das suas subsidiárias com problemas financeiros¹⁰⁹.

¹⁰⁴ Cf. GOVINFO. **Public Law 110 - 343 - Emergency Economic Stabilization Act of 2008**. 03 out. 2008. Disponível em <https://www.govinfo.gov/app/details/PLAW-110publ343> Acesso em 10 abr. 2024.

¹⁰⁵ Cf. GOVINFO. **Public Law 110 - 343 - Emergency Economic Stabilization Act of 2008**. 03 out. 2008. Disponível em <https://www.govinfo.gov/app/details/PLAW-110publ343> Acesso em 10 abr. 2024.

¹⁰⁶ Cf. GOVINFO. **Public Law 110 - 343 - Emergency Economic Stabilization Act of 2008**. 03 out. 2008. Disponível em <https://www.govinfo.gov/app/details/PLAW-110publ343> Acesso em 10 abr. 2024.

¹⁰⁷ Cf. CONGRESS. **H.R.4173 - Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act**. 2010. Disponível em <https://www.congress.gov/bill/111th-congress/house-bill/4173/text> Acesso em 09 abr. 2024.

¹⁰⁸ Cf. FDIC. **About**. 2024. Disponível em <https://www.fdic.gov/about/> Acesso em 11 abr. 2024.

¹⁰⁹ Cf. AFONSO, Gara; BLANK, Michael; SANTOS, João A.C. Did the Dodd-Frank Act End ‘Too Big to Fail’? **Liberty Street Economics**. 05 mar. 2018. Disponível em

Tais instituições financeiras, para iniciarem o procedimento sob o arcabouço do FDIC, devem atender a determinados critérios, e o Secretário do Tesouro notificará o FDIC e a referida instituição (Section 202)¹¹⁰. Dentre outros critérios, para o auxílio à instituição: esta deve estar inadimplente ou em perigo de inadimplência; a sua falência teria graves efeitos adversos sobre a estabilidade financeira nos Estados Unidos; e não deve existir nenhuma alternativa viável do setor privado para evitar o descumprimento das suas obrigações financeiras (Section 203)¹¹¹.

Referida norma estabelece, ainda, que as políticas e os procedimentos relativos a empréstimos emergenciais estabelecidos pelo Conselho do Federal Reserve devem ser concebidos para garantir que qualquer programa ou mecanismo de empréstimo de emergência “deve se destinar a fornecer liquidez ao sistema financeiro e não para ajudar uma empresa financeira em situação de falência” (Section 1101)¹¹², e que a garantia para tais empréstimos é suficiente para proteger os contribuintes de eventuais perdas.

Vale salientar também outros motivos para a crise indicados por Ben Bernanke, enquanto Chairman do Federal Reserve, em 2010, vinculados com a venda do Bear Stearns e a falência do Lehmann Brothers. Um dos motivos que ele salienta foi a baixa de regulamentação do chamado *shadow banking*, ou “sistema bancário sombra”, que é formado por instituições financeiras que servem como intermediários para poupanças de investimento, como fundos, bancos de investimento e empresas hipotecárias. Como leciona Rodrigo Lara Pinto Coelho, do Banco Central do Brasil, *shadow banking* é o sistema de intermediação de crédito que envolve atividades e entidades fora do sistema bancário tradicional, com foco na intermediação financeira que acontece em ambientes ou entidades em que os padrões regulatórios

<https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2018/03/did-the-dodd-frank-act-end-too-big-to-fail/>
Acesso em 11 abr. 2024.

¹¹⁰ CONGRESS. H.R.4173 - **Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act**. 2010. Disponível em <https://www.congress.gov/bill/111th-congress/house-bill/4173/text> Acesso em 09 abr. 2024.

¹¹¹ CONGRESS. H.R.4173 - **Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act**. 2010. Disponível em <https://www.congress.gov/bill/111th-congress/house-bill/4173/text> Acesso em 09 abr. 2024.

¹¹² “shall be designed to ensure that any emergency lending program or facility is for the purpose of providing liquidity to the financial system, and not to aid a failing financial company”. CONGRESS. H.R.4173 - **Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act**. 2010. Disponível em <https://www.congress.gov/bill/111th-congress/house-bill/4173/text> Acesso em 09 abr. 2024.

prudenciais, a supervisão e o monitoramento são aplicados em grau materialmente inferior ou não são nem aplicados. Em 2013, o shadow banking correspondia globalmente a cerca de 50% do sistema bancário¹¹³.

A referida baixa regulamentação dessas instituições, atrelada à época a uma alta expansão desse setor e à sua cada vez maior dependência em fundos não segurados de curto prazo, tornou esses agentes sujeitos a corridas de resgates de valores, assim como estavam sujeitas as demais instituições financeiras antes da criação do seguro de depósitos. Como as referidas instituições não eram depositárias, o Federal Reserve não estava autorizado a empresas, pois o mercado ainda não se encontrava em situação de anormalidade. Em seus termos:

Os fundos mútuos do mercado monetário revelaram-se particularmente vulneráveis às pressões de liquidez. Uma grande parte dos investimentos destes fundos foram em instrumentos de financiamento de curto prazo emitidos ou garantidos por bancos comerciais. Quando os mercados de financiamento de curto prazo ficaram sob pressão, especialmente no período após o colapso do Lehman Brothers, os fundos mútuos do mercado monetário enfrentaram corridas por parte dos seus investidores. Embora as ações do Tesouro e da Reserva Federal tenham ajudado a travar estas corridas, os fundos mútuos do mercado monetário responderam acumulando liquidez, restringindo assim a disponibilidade de financiamento para empresas financeiras e não financeiras.¹¹⁴

Outro motivo que Bernanke levantou na época foram as deficiências na gestão do risco que “levaram a uma diversificação inadequada do risco por parte das principais empresas financeiras, de modo que as perdas [...] revelaram-se, em alguns

¹¹³ Cf. COELHO, Rodrigo Lara Pinto. Shadow banking. Banco Central do Brasil. **4º Congresso Internacional de Gestão de Riscos – Febraban**. São Paulo, set. 2014. Disponível em <https://www.febraban.org.br/7Rof7SWg6qmyvwJcFwF7I0aSDf9jyV/sitfebraban/Auditório%20202030.09%202011%202030%20%20Shadow%20Banking%20-20-Rodrigo%20Lara%20Pinto%20Coelho%20-%20ok%20site.pdf> Acesso em 09 abr. 2024.

¹¹⁴ “Money market mutual funds proved particularly vulnerable to liquidity pressures. A large portion of the investments of these funds were in short-term wholesale funding instruments issued or guaranteed by commercial banks. When short-term wholesale funding markets came under stress, particularly in the period after the collapse of Lehman Brothers, money market mutual funds faced runs by their investors. Although actions by the Treasury and the Federal Reserve helped arrest these runs, the money market mutual funds responded by hoarding liquidity, thus constricting the availability of financing to financial and nonfinancial firms.” BERNANKE, Ben S. Causes of the Recent Financial and Economic Crisis. **Federal Reserve**. 02 set. 2010. Disponível em <https://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20100902a.htm> Acesso em 09 abr. 2024.

casos, fortemente concentradas, ameaçando a estabilidade das empresas afetadas".¹¹⁵

No que diz respeito especificamente às instituições financeiras *too big to fail*, naquele momento ele definiu como sendo aquelas “cuja dimensão, complexidade, interligação e funções críticas são tais que, caso a empresa entrasse inesperadamente em liquidação, o resto do sistema financeiro e a economia enfrentariam graves consequências adversas”¹¹⁶, e informou que:

Os governos prestam apoio a empresas demasiado grandes para falirem numa crise, não por favoritismo ou por preocupação especial com a gestão, os proprietários ou os credores da empresa, mas porque reconhecem que as consequências para a economia em geral de permitir uma falência desordenada superam em muito os custos de evitar o fracasso de alguma forma. Os meios comuns de evitar o fracasso incluem facilitar uma fusão, fornecer crédito ou injetar capital governamental, todos os quais protegem pelo menos alguns credores que de outra forma teriam sofrido perdas.

Em sua análise, Bernanke identifica 3 principais problemas de longo prazo que denominar empresas como *too big to fail* e implementar políticas de auxílio a elas podem ocasionar. Primeiramente, salienta o que chama de “risco moral”, já que, tendo em vista a crença que passa a ser difundida de que a empresa sobre essa denominação não poderá falir, a disciplina do mercado, em relação aos riscos que a instituição financeira verá como possibilidade de assumir por esse provável resguardo assistencial do governo, será prejudicada, igualmente por conta dos riscos assumidos pelos próprios investimentos a ela atrelados¹¹⁷. Dois exemplos seriam a Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation) e a Fannie Mae (Federal National

¹¹⁵ “led to inadequate risk diversification by major financial firms, so that losses [...] proved in some cases to be heavily concentrated, threatening the stability of the affected companies.” BERNANKE, Ben S. Causes of the Recent Financial and Economic Crisis. **Federal Reserve**. 02 set. 2010. Disponível em <https://www.federalreserve.gov/news/2010/09/02/bernanke20100902a.htm> Acesso em 09 abr. 2024.

¹¹⁶ “is one whose size, complexity, interconnectedness, and critical functions are such that, should the firm go unexpectedly into liquidation, the rest of the financial system and the economy would face severe adverse consequences.” BERNANKE, Ben S. Causes of the Recent Financial and Economic Crisis. **Federal Reserve**. 02 set. 2010. Disponível em <https://www.federalreserve.gov/news/2010/09/02/bernanke20100902a.htm> Acesso em 09 abr. 2024.

¹¹⁷ Cf. BERNANKE, Ben S. Causes of the Recent Financial and Economic Crisis. **Federal Reserve**. 02 set. 2010. Disponível em <https://www.federalreserve.gov/news/2010/09/02/bernanke20100902a.htm> Acesso em 09 abr. 2024.

Mortgage Association), grandes instituições de garantias e seguros imobiliários dos Estados Unidos que, baseadas na compra de hipotecas no mercado secundário, precisaram de aporte financeiro do governo para salvá-las da falência em 2008. Só na Freddie Mac, o governo estadunidense injetou US\$ 100 bilhões, adquirindo cerca de 80% de suas ações preferenciais¹¹⁸.

Outro problema de longo prazo identificado por Bernanke é artificialidade que se cria no ambiente concorrencial entre as grandes instituições financeiras foco das políticas *too big to fail* e as instituições menores, criando uma desigualdade competitiva no mercado, ainda que por conta da preservação da estabilidade financeira, mas em prejuízo da garantia de crescimento de outros agentes do mercado financeiro que porventura sejam mais eficientes.

Em terceiro lugar, o então Chairman do Federal Reserve levanta que a própria existência dessas instituições financeiras TBTF pode ser um problema a longo prazo, particularmente na ausência de instrumentos adequados para a solução dos problemas, ao salientar que, além da falência do Lehman Brothers, a quase falência “de várias outras grandes e complexas empresas agravaram significativamente a crise e a recessão, perturbando os mercados financeiros, impedindo os fluxos de crédito, induzindo quedas acentuadas nos preços dos ativos e prejudicando a confiança”¹¹⁹.

Importa dizer também que, dentre as financeiras consideradas *too big to fail*, também foram inseridas na época 3 seguradoras (AIG, MetLife, e Prudential Financial) e a GE Capital¹²⁰ (da General Eletrics).¹²¹

¹¹⁸ REIS, Thiago. Freddie Mac: entenda o que é e qual o seu papel na crise de 2008. **Suno**. 01 out. 2020. Disponível em <https://www.suno.com.br/artigos/freddie-mac/> Acesso em 09 abr. 2024.

¹¹⁹ “of several other large, complex firms significantly worsened the crisis and the recession by disrupting financial markets, impeding credit flows, inducing sharp declines in asset prices, and hurting confidence.” BERNANKE, Ben S. Causes of the Recent Financial and Economic Crisis. **Federal Reserve**. 02 set. 2010. Disponível em <https://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20100902a.htm> Acesso em 09 abr. 2024.

¹²⁰ A GE Capital é muitas vezes referida como um credor não bancário porque seu produto de financiamento principal não são empréstimos por meio de depósitos. No entanto, é caracterizada como uma holding de poupança e empréstimo. Em 2017, a General Eletrics foi classificada na Fortune 500 como a 3^a maior empresa estadunidense por receita bruta.

¹²¹ Vale salientar com Marc Labonte que: “on March 30, 2016, the U.S. District Court for the District of Columbia struck down MetLife’s designation; the government initially appealed this decision, but

Além disso, vale apontar que a crise financeira de 2007-2008 afetou também bancos ao redor do mundo. Os reguladores globais também implementaram reformas, com a maioria dos novos regulamentos focados em bancos “*too big to fail*”.

Mais recentemente, em 2022, o *Financial Stability Board* (FSB), organismo internacional que monitora e promove recomendações sobre o sistema financeiro global, identifica o que eles denominam de *Global Systemically Important Banks and Institutions*. Dentre as empresas classificadas, temos: Agricultural Bank of China, Bank of America, Bank of China, Bank of New York Mellon, Barclays, BBVA, BNP Paribas, China Construction Bank, Citigroup, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, Groupe BPCE, Groupe Crédit Agricole e HSBC.¹²²

Os regulamentos bancários globais são promovidos principalmente pelo *Basel Committee on Banking Supervision* (Comitê de Supervisão Bancária da Basileia), pelo *Bank for International Settlements* (Banco de Compensações Internacionais) e pelo *Financial Stability Board* (Conselho de Estabilidade Financeira), entidades essas que incluíram na lista dos bancos grandes demais para quebrar instituições como Mizuho, Bank of China, BNP Paribas, Deutsche Bank e Credit Suisse.

4.4 POLÍTICAS MONETÁRIAS HETERODOXAS NA ZONA DO EURO

A crise dos subprimes nos EUA atingiu a Europa com maior veemência em 2009, tendo como marco a Grécia e o aumento de sua dívida pública, que chegou a 163% do PIB do país, acompanhada de elevadas taxas de desemprego, chegando a 26%, superando em muito a média da Zona do Euro e a média mundial. Tal situação se mantinha junto a um baixo crescimento econômico. Diante dessa realidade, o Estado grego, submetido aos mandamentos da chamada *troika*, formada pelo Fundo

requested a dismissal of its appeal in 2018. In April 2015, GE announced that it intended to sell most of GE Capital over the next 18 months to 24 months in an effort, in part, to no longer be designated as systemically important. As a result, FSOC rescinded GE Capital's designation on June 28, 2016". In: LABONTE, Marc. **Systemically Important or “Too Big to Fail” Financial Institutions**. Congressional Research Service. 24 set. 2018. Disponível em <https://crsreports.congress.gov/product/pdf/R/R42150> Acesso em 20 abr. 2023.

¹²² FINANCIAL STABILITY BOARD. 2022 List of Global Systemically Important Banks (G-SIBs). **FSB**. 21 nov. 2022. Disponível em <https://www.fsb.org/2022/11/2022-list-of-global-systemically-important-banks-g-sibs/> Acesso em 20 abr. 2023.

Monetário Internacional (FMI), Banco Central Europeu (BCE) e pela Comissão Europeia, foi obrigado a realizar uma série de programas de ajuste fiscal, desde cortes em despesas orçamentárias, política de austeridade fiscal, até reformas estruturais em setores relevantes com o previdenciário.

Assim, a crise iniciada nos EUA passou a ser reconhecida como de ordem global, impactando o Sistema Financeiro mundial, devido à interconexão entre as diversas instituições bancárias e financeiras especialmente estadunidenses e europeias.

Um dos motivos do reflexo da crise dos EUA ter atingido a Grécia e todo o continente europeu é o Euro consolidado, o que, como desvantagem da existência de uma moeda única, acarreta junto a perda da soberania, por parte dos países do bloco, sobre muitos dos instrumentos de política monetária e fiscal, como ajustes na taxa de câmbio e na taxa de juros básica. Vale salientar que, antes da adoção do Euro, havia uma abordagem individualizada de cada país conforme suas especificidades, recorrendo cada um, por exemplo, a políticas monetárias e fiscais singularizadas em cada respectivo contexto, situação que provocava menor capilaridade de suas consequências sistêmicas no continente. Vale salientar igualmente que, desde o Euro, “a capacidade que o governo possui de administrar o crescimento de sua dívida, em uma situação em que ele não emite sua própria moeda, é mais restrita”¹²³:

A instauração de uma política monetária única a países com grandes disparidades econômicas e sociais, e, portanto, com necessidade de políticas diferenciadas ao nível monetário e cambial, intensificou desequilíbrios macroeconômicos, aprofundou a dinâmica de divergência das economias, e agravou os choques assimétricos nas diversas regiões.¹²⁴

Dessa maneira, a crise atingiu especialmente a Grécia, logo após se espalhando também para outros países financeiramente vulneráveis da área do euro, como Irlanda e Portugal, que receberam financiamento da Comunidade Europeia e do Fundo Monetário Internacional (FMI), além da Espanha e da Itália, que se

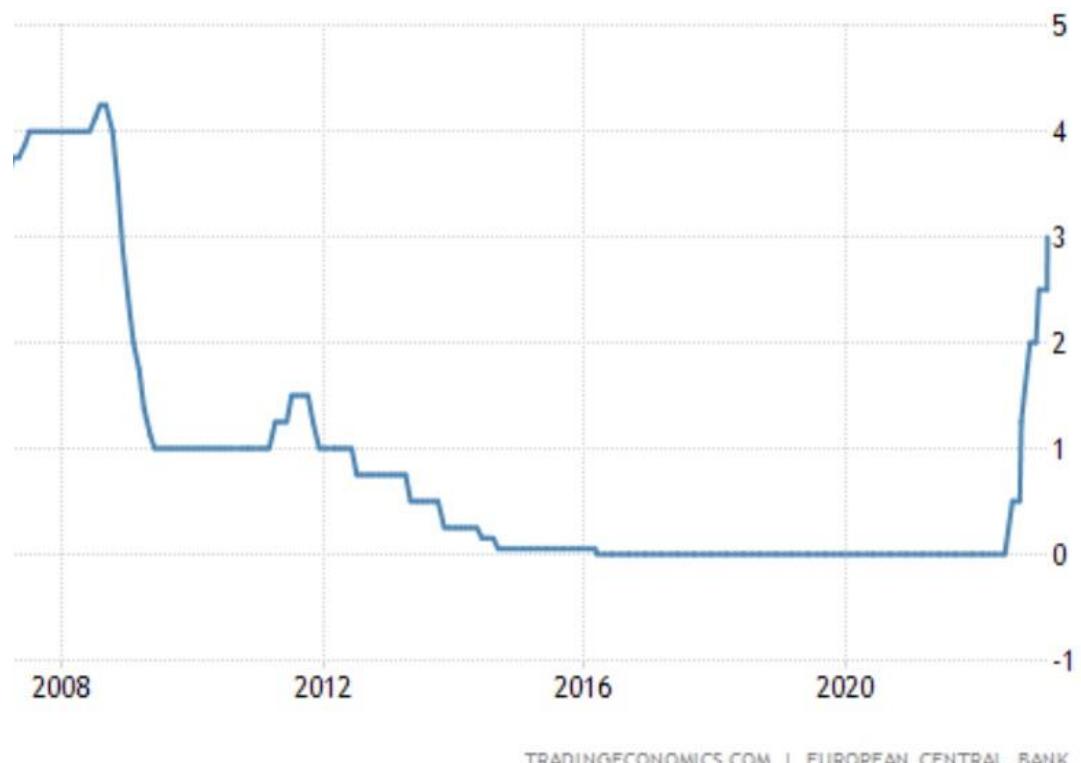
¹²³ LEONTSINIS, Alexandra Viegas. **Financeirização e crise na Europa: a experiência grega**. 2017. Monografia (Economia) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro.

¹²⁴ LEONTSINIS, Alexandra Viegas. **Financeirização e crise na Europa: a experiência grega**. 2017. Monografia (Economia) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro.

encontraram em dificuldade de rolar dívidas e financiar seus déficits a taxas sustentáveis. As crises da dívida soberana também atingiram o sistema bancário europeu, revelando sua vulnerabilidade às dívidas públicas soberanas¹²⁵.

No contexto da crise, o Banco Central Europeu (BCE) adotou diversas políticas monetárias não convencionais, a fim de trazer de volta a confiança à economia financeira da zona do euro. Assim, “o BCE forneceu suporte de liquidez de curto e longo prazo aos bancos, baixou sua principal taxa de juros para níveis historicamente baixos e estabeleceu programas de compra de ativos em larga escala”¹²⁶:

Figura 6 – Evolução da taxa básica de juros na Zona do Euro¹²⁷



¹²⁵ Cf. KILPONEN, Juha; LAAKKONEN, Helina; VILMUNEN, Jouko. Sovereign Risk, European Crisis-Resolution Policies, and Bond Spreads. **International Journal of Central Banking**, mar. 2015. Disponível em <https://www.ijcb.org/journal/ijcb15q2a8.pdf> Acesso em 20 abr. 2023.

¹²⁶ “The ECB has provided both short-term and longterm liquidity support to banks, lowered its main policy rate to historically low levels, and set up large-scale asset purchase programs”. In: KILPONEN, Juha; LAAKKONEN, Helina; VILMUNEN, Jouko. Sovereign Risk, European Crisis-Resolution Policies, and Bond Spreads. **International Journal of Central Banking**, mar. 2015. Disponível em <https://www.ijcb.org/journal/ijcb15q2a8.pdf> Acesso em 20 abr. 2023, p. 286.

¹²⁷ TRADING ECONOMICS. **Euro Area Interest Rate**. 20 mar. 2023. Disponível em <https://tradingeconomics.com/euro-area/interest-rate> Acesso em 20 abr. 2023.

No gráfico acima, podemos verificar a queda brusca na taxa de juros básica da Zona do Euro logo após o alastramento da crise em 2009, tendo subido de patamar somente pós epidemia da COVID-19.

Junto a essa redução da taxa de juros, as políticas monetárias heterodoxas da União Europeia foram garantidas por programas europeus como o *European Financial Stability Facility* e o seu sucessor *European Stability Mechanism*. Esses mecanismos foram criados a fim de fornecer financiamentos aos estados-membros problemáticos da zona do euro que enfrentaram dificuldades monetárias e fiscais. “O financiamento desses mecanismos estaria condicionado a programas de ajuste macroeconômico, em linha com a prática do FMI”¹²⁸.

A *European Stability Mechanism* foi criada a fim de conceder empréstimos e outros tipos de assistência financeira aos estados-membros que enfrentam ou estão ameaçados a enfrentar dificuldades financeiras. É um emprestador de último recurso para os países da área do euro, quando estes não conseguem refinanciar a sua dívida pública nos mercados financeiros a taxas sustentáveis. Já a *European Financial Stability Facility*, predecessora daquela, foi uma instituição temporária, criada em 2010, que forneceu um total de € 295 bilhões em empréstimos para cinco países (Irlanda, Portugal, Grécia, Espanha e Chipre), com a condição que estes implementassem determinadas reformas para lidar com a crise econômica e financeira.¹²⁹

Além desses, estabeleceram-se programas como o *ECB's Covered Bond Purchase Program* (CBPP) e o *Securities Market Program* (SMP), ambos estabelecidos a fim de garantir a aquisição pela União Europeia de títulos públicos e privados do mercado.

¹²⁸ “Financing from these mechanisms would be conditional on macroeconomic adjustment programs, in line with the IMF practice”. KILPONEN, Juha; LAAKKONEN, Helina; VILMUNEN, Jouko. Sovereign Risk, European Crisis-Resolution Policies, and Bond Spreads. **International Journal of Central Banking**, mar. 2015. Disponível em <https://www.ijcb.org/journal/ijcb15q2a8.pdf> Acesso em 20 abr. 2023, p. 291.

¹²⁹ Cf. ESM. Who we are. **European Stability Mechanism**. 2023. Disponível em <https://www.esm.europa.eu/> Acesso em 20 abr. 2023.

O CBPP, por exemplo, ao longo de seu primeiro e mais relevante período do programa, de julho de 2009 a junho de 2010, instrumentalizou os bancos centrais do sistema europeu a realizarem compras diretas nos mercados primário e secundário, num total de € 60 bilhões em títulos securitizados. “Os objetivos gerais do programa eram melhorar a liquidez do mercado de títulos, reduzir as taxas de juros do mercado monetário, resolver problemas de financiamento bancário e aliviar as más condições de crédito, ao mesmo tempo em que promovia o crescimento”¹³⁰.

Vale salientar também que, embora economias menores como a Suíça e a Suécia implementaram o afrouxamento quantitativo logo no início da crise, apesar dessas medidas supra referidas, o Banco Central Europeu enfrentou forte oposição tanto política quanto jurídica em relação à compra de ativos, e só empreendeu seu primeiro grande programa de *quantitative easing* como política monetária no início de 2015.¹³¹

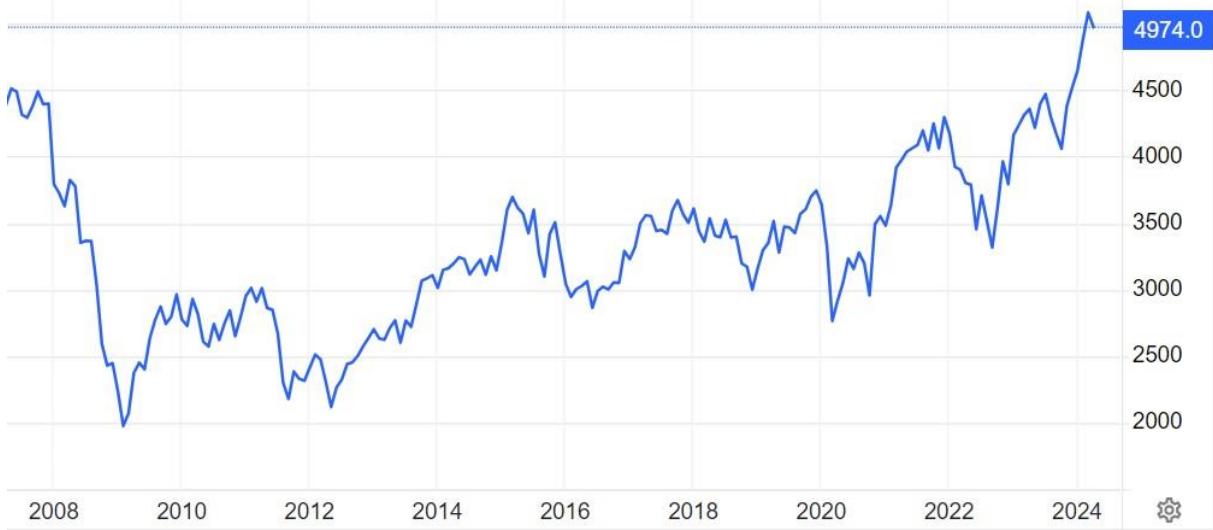
Já o Banco da Inglaterra, por sua vez, adotou o *quantitative easing* aproximadamente em paralelo com o Federal Reserve, anunciando seu primeiro grande programa em março de 2009, poucos dias após o anúncio do QE1 pelo Federal Reserve. A *International Financial Services London* (IFSL) relata que houve um aumento na concentração bancária bastante pronunciado durante a crise, com a participação dos 10 maiores bancos globais subindo suas participações no mercado de 14% em 1999, para 19% em 2007, e para 26% em 2009.

Figura 7 – Evolução do índice da Bolsa de Valores na Zona do Euro¹³²

¹³⁰ The general aims of the program were to improve market liquidity in the covered bond market, ease money market term rates, resolve bank funding issues, and alleviate poor credit conditions while fostering growth. In: SMITH, Ariel. The European Central Bank's Covered Bond Purchase Programs I and II (ECB GFC). **Journal of Financial Crises**, vol. 2, n. 3, 2020. Disponível em <https://elischolar.library.yale.edu/journal-of-financial-crises/vol2/iss3/16/> Acesso em 20 abr. 2023.

¹³¹ Cf. BERNANKE, Ben S. **The New Tools of Monetary Policy American Economic Association Presidential Address**. 4 jan. 2020. p. 2. Disponível em https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2019/12/Bernanke_ASSA_lecture.pdf Acesso em 20 abr. 2023.

¹³² TRADING ECONOMICS. **Euro Area Stock Market Index (EU50)**. 11 abr. 2024. Disponível em <https://tradingeconomics.com/euro-area/stock-market> Acesso em 11 abr. 2024.



Conforme percebemos no gráfico acima, o mercado de capitais na União Europeia caminhou aproximadamente no mesmo ritmo do mercado estadunidense, com forte queda no período em que a crise mais impactou a região (2008-2009), mas com maior crescimento a partir de 2012, e um crescimento expressivo em 2015 que coincide com as políticas de afrouxamento quantitativo e a queda da taxa de juros básica.

4.4.1 Políticas *too big to fail* na Zona do Euro

Em 2012, o intitulado “High-level Expert group on reforming the structure of the EU banking sector”, da Comissão Europeia, apresentou relatório a fim de encaminhar diretrizes para os países membros manejarem o mercado financeiro diante da crise iniciada nos Estados Unidos em 2008. Em seus termos, o relatório continha “as recomendações do Grupo para novas reformas do sector bancário, incluindo reformas estruturais”, a fim de proporcionar “um sistema bancário mais seguro, mais estável e eficiente ao serviço do necessidades dos cidadãos, da economia da UE e do mercado interno”. Para tanto, algumas das principais diretrizes, em relação a políticas *too big to fail*, foram no sentido de uma “separação obrigatória entre negociação por conta própria e outras atividades comerciais de alto risco (ring-fencing); possível separação adicional de atividades condicionada ao plano de recuperação e resolução; possíveis alterações à utilização de instrumentos de resgate interno como instrumento de resolução; revisão dos requisitos de capital para ativos comerciais e empréstimos

imobiliários; e reforço da governança e do controle dos bancos¹³³. Os países que detinham um maior potencial de enfrentamento de dificuldades diante do risco sistêmico de seu mercado financeiro eram o Reino Unido, a França e a Alemanha.

Com a falência do Northern Rock Bank em setembro de 2007, as autoridades reguladoras financeiras do Reino Unido começaram a analisar as necessidades de reforma no sistema financeiro em vigor, o que se deu com mais preocupação a partir do agravamento da crise em 2008 e 2009.

Nesse sentido, entrou em discussão a promulgação da Financial Services Act, a qual entrou em vigência em 2012 e estabeleceu novas regulamentações para o mercado financeiro. Em paralelo à discussão dessa norma, em 2011, foi produzido um relatório pela Independent Commission on Banking, em que se analisou de fato a questão das instituições financeiras *too big to fail* e questões relacionadas com a concorrência no sector bancário. A análise, assim, se deu preponderantemente sobre estabilidade financeira, concorrência e a interação destes dois aspectos, regulações sobre empréstimos e recuperação da economia, e a política fiscal do Reino Unido¹³⁴.

Tal relatório foi de grande relevância para a adaptação da legislação britânica à crise, trazendo ao debate a proposta que depois foi incorporada em norma jurídica de *ring-fencing*, em que as atividades bancárias de investimento deveriam ser operacionalmente separadas e economicamente independentes, mesmo que ainda fazendo parte do mesmo conglomerado bancário.

Além disso, o Reino Unido implementou uma reforma estrutural em que a sua Banking Reform Act de 2013 impede que qualquer banco aloque mais de 25 bilhões de libras em operações domésticas, depósitos de varejo pessoais ou de pequenas empresas decorrentes da negociação de instrumentos financeiros e commodities¹³⁵.

¹³³ EUROPEAN COMMISSION. **High-level Expert group on reforming the structure of the EU banking sector presents its report.** 2 out. 2012. Disponível em https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_12_1048 Acesso em 09 abr. 2024.

¹³⁴ Cf. EDMONDS, Timothy. The Independent Commission on Banking: The Vickers Report. **House of Commons Library**, dez. 2013. Disponível em https://d1wqxts1xzle7.cloudfront.net/54751125/Sir_John_Vickers_The_Independent_Commission_on_Banking_-_Bank_Ring_Fencing_2013_Report-libre.pdf Acesso em 29 mar. 2024.

¹³⁵ MASSOC, Elsa. Banks, power, and political institutions: the divergent priorities of European states towards “too-big-to-fail” banks: The cases of competition in retail banking and the banking structural reform. **Business and Politics**, n. 22, v. 1, 2020, p. 141. Disponível em

Tal medida afetou principalmente os cinco maiores bancos que operam no Reino Unido: HSBC, Barclays, RBS, Lloyds e Santander UK¹³⁶.

Em contraste, as reformas bancárias estruturais francesa e alemã são mais flexíveis do projeto proposto pela Comissão Europeia. Diferentemente do que sugeria a proposta da Comissão, de separação de todo o mercado de investimento das instituições financeiras, a lei francesa ("LOI 2013-672/2013 de séparation et de régulation des activités bancaires") e a lei alemã ("Gesetz zur Abschirmung von Risiken und zur Planung der Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten und Finanzgruppen"), ambas de 2013, separam somente uma parte das negociações desse mercado operadas por conta do próprio banco¹³⁷. Como salientam Iain Hardie e Huw Macartney, o referido "ring-fencing":

[...] é uma importante resposta regulamentar pós-crise ao dilema do risco moral que rodeia os bancos too big to fail. Dado que os governos nacionais suportaram o pior dos custos de resgate dos maiores bancos, é razoável esperar que as autoridades tivessem o maior incentivo para promover duras reformas. No entanto, contrariando o Liikanen Group da UE e a Comissão da UE, a França e a Alemanha estabeleceram um conjunto mais fraco de reformas nacionais.¹³⁸

<https://www.cambridge.org/core/services/aop-cambridge-core/content/view/8B030C0A9169935B0199C24428C2DE3F/S1469356919000181a.pdf/div-class-title-banks-power-and-political-institutions-the-divergent-priorities-of-european-states-towards-too-big-to-fail-banks-the-cases-of-competition-in-retail-banking-and-the-banking-structural-reform-div.pdf>
Acesso em 09 abr. 2024.

¹³⁶ MASSOC, Elsa. Banks, power, and political institutions: the divergent priorities of European states towards "too-big-to-fail" banks: The cases of competition in retail banking and the banking structural reform. **Business and Politics**, n. 22, v. 1, 2020, p. 141. Disponível em <https://www.cambridge.org/core/services/aop-cambridge-core/content/view/8B030C0A9169935B0199C24428C2DE3F/S1469356919000181a.pdf/div-class-title-banks-power-and-political-institutions-the-divergent-priorities-of-european-states-towards-too-big-to-fail-banks-the-cases-of-competition-in-retail-banking-and-the-banking-structural-reform-div.pdf>
Acesso em 09 abr. 2024.

¹³⁷ Cf. MASSOC, Elsa. Banks, power, and political institutions: the divergent priorities of European states towards "too-big-to-fail" banks: The cases of competition in retail banking and the banking structural reform. **Business and Politics**, n. 22, v. 1, 2020, p. 141-142. Disponível em <https://www.cambridge.org/core/services/aop-cambridge-core/content/view/8B030C0A9169935B0199C24428C2DE3F/S1469356919000181a.pdf/div-class-title-banks-power-and-political-institutions-the-divergent-priorities-of-european-states-towards-too-big-to-fail-banks-the-cases-of-competition-in-retail-banking-and-the-banking-structural-reform-div.pdf>
Acesso em 09 abr. 2024.

¹³⁸ "is an important post-crisis regulatory response to the moral hazard dilemma surrounding too-big-to-fail banks. Since national governments bore the worst of the costs of rescuing the largest banks, it is reasonable to expect that the authorities would have the greatest incentive to promote tough ring-fence reform. However, in confrontation with the EU's Liikanen Group and the EU Commission, France and Germany established a weaker set of national reforms." In: HARDIE, Iain; MACARTNEY, Huw. EU ring-

A referida norma alemã, por exemplo, alterou a lei bancária do país de 1998, inserindo em seus enunciados que um grupo financeiro é potencialmente uma ameaça ao sistema se a ameaça à existência de pelo menos uma empresa do grupo puder desencadear uma ameaça ao sistema, e a Autoridade Federal de Supervisão Financeira determinará que uma instituição financeira seja classificada dessa forma:

[...] com base numa análise qualitativa e quantitativa, tendo em conta, em particular, a dimensão da instituição de crédito, a sua dimensão nacional e transfronteiriça, atividades empresariais, a sua interligação com o sistema financeiro nacional e global e a sua substitutibilidade no que diz respeito aos serviços de necessidades da instituição de crédito e às facilidades de infraestrutura financeira oferecidas.¹³⁹

A referida lei francesa, por sua vez, ao regular o n.º 4 do II do artigo L. 612-1 do Código Monetário e Financeiro, o qual sede à Autoridade de Controlo e Resolução Prudencial a responsabilidade de assegurar o desenvolvimento e implementação de medidas de prevenção e resolução de crises bancárias, estabelece que as instituições financeiras que excedam um limite de balanço fixado por decreto, devem “desenvolver e comunicar àquela Autoridade um plano de recuperação preventiva que preveja, em caso de deterioração significativa da sua situação financeira, as medidas previstas para a sua recuperação. Ademais, não só a essas empresas, mas a Autoridade de Controlo e Resolução Prudencial pode solicitar dito plano de recuperação também a outras que estejam fora do âmbito dessas disposições e cuja atividade possa apresentar um risco específico em matéria de estabilidade financeira, sendo que esse plano não leva em conta qualquer possibilidade de apoio financeiro excepcional por parte do Estado ou de fundo de garantia e resolução de depósitos (art. 24)¹⁴⁰.

Outras ações também foram promovidas em âmbito regional em países especialmente atingidos pela crise, como no caso da Irlanda, em que foi implementado

fencing and the defence of too-big-to-fail banks. **West European Politics**, v. 39, n. 3: The Politics of Supranational Banking Supervision in Europe, 2016.

¹³⁹ “anhand einer qualitativen und quantitativen Analyse unter Berücksichtigung insbesondere der Größe des Kreditinstituts, seiner inländischen und grenzüberschreitenden Geschäftstätigkeit, seiner Vernetztheit mit dem inländischen und weltweiten Finanzsystem und seiner Ersetzbarkeit hinsichtlich der von dem Kreditinstitut angebotenen Dienstleistungen und Finanzinfrastruktureinrichtungen.” BUZER. **Gesetz zur Abschirmung von Risiken und zur Planung der Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten und Finanzgruppen.** 2013. Disponível em <https://www.buzer.de/s1.htm?g=2013I3090&f=1> Acesso em 09 abr. 2024.

¹⁴⁰ Cf. LÉGIFRANCE. **LOI n° 2013-672 du 26 juillet 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires.** 2018. Disponível em <https://www.legifrance.gouv.fr/loda/id/LEGIARTI000027757679/2013-07-28/#LEGIARTI000027757679> Acesso em 05 abr. 2024.

um pacote oficial de resgate de €85 bilhões, mais de 40% dos quais foram usados para recapitalização imediata de bancos e para o apoio contingente ao sistema bancário, em linha com a política das instituições financeiras TBTFs.

4.5 POLÍTICAS MONETÁRIAS HETERODOXAS NO BRASIL

No Brasil, o impacto da crise foi relativamente diverso. Em relação ao índice Bovespa, identifica-se um crescimento no mercado de ações desde 2003, acompanhando, assim, o mesmo crescimento nas localidades anteriormente referidas.

Figura 8 – Evolução do índice da Bolsa de Valores no Brasil¹⁴¹



Tal evolução do mercado da Bolsa de Valores brasileira está, porém, muito mais ligado a um avanço conduzido pela facilidade de acesso aos investimentos e

¹⁴¹ TRADING ECONOMICS. **Brazil Stock Market (BOVESPA)**. 20 mar. 2023. Disponível em <https://tradingeconomics.com/brazil/stock-market> Acesso em 20 abr. 2023.

pela opção em se alocar nesse setor, ao invés dos títulos negociados com as instituições financeiras, do que ligado à crise de 2008.

Há diferenças também em relação à política monetária relacionada à evolução da taxa de juros básica, como podemos observar no gráfico abaixo, cuja redução foi bem menos enfática do que nos países anteriormente analisados.

Figura 9 – Evolução da taxa básica de juros no Brasil¹⁴²



A queda da taxa de juros se deu especialmente desde os anos 2000, com descendo e alguns picos de sobressalto, voltando a subir a partir de 2021. Mesmo havendo queda, percebe-se que o movimento do *Zero Lower Bound* não ocorreu em terras brasileiras. Pelo contrário, a taxa de juros real no mercado final ao consumidor no Brasil é considerada a maior do mundo, hoje figurando em torno de 8%¹⁴³.

Isso porque a crise de 2008 atingiu de maneira menos intensa a economia brasileira do que nos Estados Unidos e na Europa. No que diz respeito à política de afrouxamento quantitativo, ou *quantitative easing*, por exemplo, o Brasil não a adotou, vindo somente a prever disposições legais em sentido aproximado em maio de 2020,

¹⁴² TRADING ECONOMICS. **Brazil Interest Rate**. 20 mar. 2023. Disponível em <https://tradingeconomics.com/brazil/interest-rate> Acesso em 20 abr. 2023.

¹⁴³ MOURA, Felipe. Brasil tem a segunda maior taxa de juros entre os principais 40 países do mundo. **Brasil 61**. 09 mar. 2023. Disponível em <https://brasil61.com/> Acesso em 20 abr. 2023.

quando o Congresso Nacional promulgou a Emenda Constitucional 106, dentro do regime do denominado "orçamento de guerra", direcionado para o enfrentamento da crise no período pandêmico.

Referida Emenda criou orçamento específico para o enfrentamento da pandemia do Covid-19, flexibilizando regras fiscais e de política monetária durante o período de calamidade pública. Vale citarmos o seu art. 4º, em que enuncia:

Art. 4º Será dispensada, durante a integralidade do exercício financeiro em que vigore a calamidade pública nacional de que trata o art. 1º desta Emenda Constitucional, a observância do inciso III do caput do art. 167 da Constituição Federal. Parágrafo único. O Ministério da Economia publicará, a cada 30 (trinta) dias, relatório com os valores e o custo das operações de crédito realizadas no período de vigência do estado de calamidade pública nacional de que trata o art. 1º desta Emenda Constitucional.

O inciso III do caput do art. 167 da Constituição Federal diz respeito à denominada "regra de ouro": instituída durante o governo Temer, essa regra, visando coibir o endividamento do Estado para custear despesas correntes, com algumas ressalvas, determina que é vedada a realização de operações de créditos que excedam o montante das despesas de capital¹⁴⁴.

Além disso, referida Emenda Constitucional prescreveu que o Banco Central, limitado ao enfrentamento da calamidade pública nacional fica autorizado a comprar e a vender os ativos, "em mercados secundários nacionais no âmbito de mercados financeiros, de capitais e de pagamentos, desde que, no momento da compra, tenham classificação em categoria de risco de crédito no mercado local equivalente a BB- ou superior" (art. 7º).

Importante salientar que, mesmo com essa autorização, não houve compra dos referidos ativos pelo Banco Central no período de pandemia, e a Emenda Constitucional 106 foi automaticamente revogada quando o Decreto Legislativo 6, de

¹⁴⁴ "Despesa de Capital: Gastos para a produção ou geração de novos bens ou serviços que integrarão o patrimônio público, ou seja, que contribuem diretamente para a formação ou aquisição de um bem de capital. São exemplos: execução de obras e compra de instalações, equipamentos e títulos representativos do capital de empresas ou de entidades de qualquer natureza". In: CONGRESSO NACIONAL. **Termo:** Despesa de Capital. 2023. Disponível em https://www.congressonacional.leg.br/legislacao-e-publicacoes/glossario-orcamentario-/orcamento/termo/despesa_de_capital Acesso em 20 abr. 2023.

20 de março de 2020, que reconheceu a ocorrência do estado de calamidade pública, perdeu vigência, em 31 de dezembro de 2020.

Já no que diz respeito ao *Forward Guidance*, esse mecanismo entrou em análise para utilização no Brasil somente em 2020, com a ata da 232^a reunião do Comitê de Política Monetária (Copom), ocorrida em 4 e 5 de agosto daquele ano, salientando seu compromisso para o aprofundamento de pesquisa sobre seus impactos e a sua possível utilização. Assim, de forma a prover o estímulo monetário considerado adequado para o “cumprimento da meta para a inflação, mas mantendo a cautela necessária por razões prudenciais, o Copom considerou a utilização de uma ‘prescrição futura’ (isto é, um ‘forward guidance’) como um instrumento de política monetária adicional”¹⁴⁵. Assim:

O Comitê concluiu que, apesar dessas limitações, a prescrição futura seria a estratégia de implementação de política que atualmente apresenta a melhor relação custo-benefício. A prescrição futura cumpre o papel de transmitir a visão do Comitê sobre suas ações futuras e tende a ajustar as expectativas expressadas na parte intermediária da curva de juros.¹⁴⁶

Ademais, o *Forward Guidance* não é instrumento utilizado de maneira permanente pelo Banco Central do Brasil. Por exemplo, em março de 2023, o presidente do Banco Central, Roberto Campos Neto, afirmou que o Comitê de Política Monetária (Copom) não pensou em colocar novamente um *forward guidance* para explicitar as condições necessárias para a redução da taxa básica de juros¹⁴⁷.

4.5.1 Sobre a adoção da política “too big to fail” no Brasil

¹⁴⁵ BANCO CENTRAL DO BRASIL. Estimação dos efeitos do forward guidance na curva de juros. Estudo Especial nº 101/2021. **Estudos Especiais do Banco Central**. 2021. Disponível em https://aprendervalor.bcb.gov.br/conteudo/relatorioinflacao/EstudosEspeciais/EE101_Estimação_dos_efeitos_do_forward_guidance_na_curva_de_juros.pdf Acesso em 20 abr. 2023.

¹⁴⁶ BANCO CENTRAL DO BRASIL. Estimação dos efeitos do forward guidance na curva de juros. Estudo Especial nº 101/2021. **Estudos Especiais do Banco Central**. 2021. Disponível em https://aprendervalor.bcb.gov.br/conteudo/relatorioinflacao/EstudosEspeciais/EE101_Estimação_dos_efeitos_do_forward_guidance_na_curva_de_juros.pdf Acesso em 20 abr. 2023.

¹⁴⁷ ESTADÃO CONTEÚDO. Campos Neto diz que BC não pensa em criar forward guidance agora. **Exame.com**. 30 mar. 2023. Disponível em <https://exame.com/economia/campos-neto-diz-que-bc-nao-pensa-em-criar-forward-guidance-agora/> Acesso em 20 abr. 2023.

O Brasil também não recorreu à política das empresas “*too big to fail*”. Um dos motivos para isso é que o mercado financeiro brasileiro é dotado de baixa concorrência, com poucos bancos participando no setor e com alto índice de concentração: de 2000 a 2007 o número de bancos no Brasil sofreu uma redução de 20%, e em 2008, os cinco maiores bancos com atividades no país detinham uma participação de mercado de aproximadamente 60%¹⁴⁸.

Por outro lado, durante as duas primeiras décadas do século XXI, o Brasil adotou política econômica de favorecimento de empresas nacionais e oligopólios em determinados setores de mercado subsidiando os agentes econômicos privados para a concorrência em âmbito global.

Vale dizer que essa política, denominada de política dos campeões nacionais, não foi cunhada recentemente no mundo, tendo sido adotada anteriormente por países como Japão e Coréia do Sul:

Após a Segunda Guerra, argumenta-se que o desenvolvimento de inovação, tecnologia, eficiência produtiva em geral, de certas empresas com propostas de imersão no mercado internacional, elevando assim o fator de exportação e, portanto, levando a um aumento do PIB, favoreceu com que países como o Japão e a Coréia do Sul se reerguessem.¹⁴⁹

Tal política foi implementada no Brasil principalmente através da anuência de fusões e aquisições e da constituição de oligopólios no mercado nacional pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) e através de suporte direto, via subsídios, investimentos e financiamentos, do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).

Um exemplo de empresa que se desenvolveu por essa política dos campeões nacionais é a Marfrig, empresa do setor alimentício e uma das maiores nesse mercado oligopolizado, junto à BRF Brasil Foods e à JBS, ambas também apoiadas por essa

¹⁴⁸ MARTINEZ, Ana Paula. A concorrência no setor bancário no Brasil. **ABEL**, 22 out. 2008. Disponível em <https://www.leasingabel.com.br/noticias/a-concorrencia-no-setor-bancario-no-brasil/> Acesso em 19 abr. 2023.

¹⁴⁹ CAVALCANTI, Rodrigo de Camargo. Campeões Nacionais: o BNDES e o mandamento constitucional do Estado brasileiro consoante a regra matriz da ordem econômica. **Revista de Direito Público da Economia**, ano 13, n. 52, out./dez. 2015, p. 216.

política. Em janeiro de 2014, o BNDES já era o segundo maior acionista da Marfrig, detendo aproximadamente 20% de seu capital¹⁵⁰.

Outro exemplo é a Oi S/A, a qual, de 2009 a 2014, contratou 9 bilhões de reais em financiamentos com o BNDES para a realização de projetos de investimento¹⁵¹, em oligopólio no qual, em 2013, 4 empresas detinham 99,44% de todo o mercado.

Há também o caso da Ambev, empresa que se consolidou no mercado nacional graças ao suporte do BNDES e que foi criada pela fusão, aprovada pelo CADE, da Antarctica com a Cervejaria Brahma, posteriormente fundindo-se com a belga Interbrew. Mesmo após esta fusão, criando-se a atual AB Inbev, o banco de desenvolvimento, em 2005, “financiou com 319 milhões um projeto de ampliação da capacidade de produção e distribuição da empresa”¹⁵².

Outro motivo da política “*too big to fail*” não ter sido implementada no Brasil é a proteção legal imposta às instituições financeiras brasileiras principalmente em relação ao depósito compulsório determinado no país, conforme já relatado no capítulo 4 do presente trabalho, juntamente com o Fundo Garantidor de Crédito¹⁵³, os quais, em conjunto, buscam garantir a liquidez do Sistema Financeiro Nacional. Junto a isso, diferentemente das economias dos Estados Unidos e de diversos países europeus, “o sistema bancário brasileiro encontrava-se bem capitalizado [...] e sem exposição aos papéis lastreados em hipotecas subprime do mercado imobiliário norte-americano”¹⁵⁴.

¹⁵⁰ EXAME. BNDES posterga oficialmente debêntures da Marfrig. **Exame.Invest**, 22 jan. 2014. Disponível em <https://exame.com/invest/mercados/bndes-posterga-oficialmente-debentures-da-marfrig-2/> Acesso em 19 abr. 2023.

¹⁵¹ SCARAMUZZO, Mônica. BNDES terá mais peso na Oi. **Estadão**, 22 set. 2014. Disponível em www.estadão.com.br Acesso em 19 abr. 2023.

¹⁵² CAVALCANTI, Rodrigo de Camargo. Campeões Nacionais: o BNDES e o mandamento constitucional do Estado brasileiro consoante a regra matriz da ordem econômica. **Revista de Direito Público da Economia**, ano 13, n. 52, out./dez. 2015, p. 220.

¹⁵³ O Fundo Garantidor de Crédito (FGC) é uma associação de direito privado, sem fins lucrativos, que administra um mecanismo de proteção aos correntistas, poupadore e investidores, e permite a recuperação, em até certo limite, de depósitos e créditos em caso de liquidação de instituições financeiras.

¹⁵⁴ BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Perguntas e Respostas – Recolhimentos Compulsórios**. 29 dez. 2022. Disponível em <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/faqcompulsorio> Acesso em 27 mar. 2024.

Ainda, para compensar a expressiva diminuição da liquidez do mercado financeiro durante a crise estadunidense dos subprime, o Banco Central liberou recursos relativos à hoje extinta “exigibilidade adicional” de recolhimento compulsório. Essa exigibilidade foi primeiro criada sobre depósitos de poupança pela Resolução 3.009/2002 do Conselho Monetário Nacional.

Em seguida, ela foi instituída no mesmo ano, por meio da Circular 3.144 do Bacen, sobre depósitos a prazo e outros valores sujeitos à recolhimento, servindo como porcentagens adicionais ao depósito compulsório. Ainda em 2002, a exigibilidade adicional teve uma dedução de cem milhões de reais (Circular 3.157/2002). Em 2008, por conta da crise, essa dedução subiu para trezentos milhões de reais (Circular 3.405/2008).

Além disso, ainda em 2008, o Banco Central determinou que, sobre o depósito compulsório, do total de 15% exigidos sobre o apurado dos recursos a prazo, detalhados na Circular 3.569/2002, com as alterações advindas da Circular 3.408/2008, a instituição financeira recolheria somente a parcela que excedesse a quantia de setecentos milhões de reais, anteriormente determinada em trezentos milhões de reais (Circular 3.262/2004). Essa parcela chegou, ainda em 2008, a somente o valor que excedesse dois bilhões de reais (Circular 3.410/2008), aumentando, assim, ainda mais a liquidez do sistema financeiro.

Contudo, a proposta de aumento da liquidez através desses meios, como bem diz o Banco Central, fez com que “tais recursos ficaram ‘empoçados’ nos grandes bancos”¹⁵⁵. A estratégia então, “foi a de liberação seletiva de recursos, que deveriam ser utilizados pelos grandes bancos para aquisição de ativos ou realização de depósitos em bancos pequenos e médios”¹⁵⁶.

Para resolver isso, o Bacen, em 2008, veio alterar algumas condições do recolhimento (depósito) compulsório instituídas anteriormente em 2002. Estabeleceu

¹⁵⁵ BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Perguntas e Respostas – Recolhimentos Compulsórios**. 29 dez. 2022. Disponível em <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/faqcompulsorio> Acesso em 27 mar. 2024.

¹⁵⁶ BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Perguntas e Respostas – Recolhimentos Compulsórios**. 29 dez. 2022. Disponível em <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/faqcompulsorio> Acesso em 27 mar. 2024.

que do referido compulsório, sobre recursos a prazo, poderia ser deduzido o valor equivalente à aquisição interbancária de operações de crédito, ficando vedada a recompra dos créditos cedidos. Além disso, a aquisição de operações de crédito de uma mesma instituição financeira, para fins da dedução, estava limitada a 20%, obrigando, assim, os bancos a diversificarem as instituições que cediam os créditos (Circular 3.407/2008). Junto a isso, para que a aquisição de operações de crédito não ficasse direcionada a instituições financeiras de maior porte, a fim de dar liquidez às instituições de menor porte, passaram a ser consideradas elegíveis, na condição de cedentes, os bancos cujo Patrimônio de Referência fosse de até sete bilhões de reais (Circular 3.411/2008). Ainda, a dedução do compulsório através desses créditos foi limitada inicialmente em 40%, chegando a 70% em Circular posterior e do mesmo ano (Circular 3.411/2008).

O próprio Banco Central cede exemplo sobre o impacto dessas novas determinações:

Por exemplo, um grande banco comprava carteiras de crédito de um banco menor. Ao fazer isso, o banco grande injetava dinheiro na instituição menor e podia, dessa forma, usar o valor da compra para deduzir do seu recolhimento compulsório. Para evitar a concentração, cada banco poderia aplicar somente 20% de tais recursos em uma mesma instituição, para fins de dedução do recolhimento. O conjunto de medidas relacionadas aos compulsórios ocasionou redução do montante agregado recolhido, de pouco mais de R\$ 250 bilhões para cerca de R\$ 180 bilhões.¹⁵⁷

Nesse sentido, em 2010, o então diretor de Política Monetária do Banco Central, Aldo Mendes, afirmou que, se não fossem essas políticas por causa da crise, as três modalidades de compulsório (sobre depósitos à vista, a prazo e poupança) equivaleriam naquele período a R\$ 319 bilhões, quando, em depósito no Bacen, havia de fato R\$ 198 bilhões¹⁵⁸.

Vale salientar também que, “diante da insuficiência do arcabouço regulatório então vigente em evitar o risco sistêmico, como demonstrado pela crise financeira

¹⁵⁷ BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Perguntas e Respostas – Recolhimentos Compulsórios.** 29 dez. 2022. Disponível em <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/faqcompulsorio> Acesso em 27 mar. 2024.

¹⁵⁸ RODRIGUES, Azelma. Diretor do BC diz que compulsório não vai elevar juros. **O Globo.** 01 nov. 2011. Disponível em <https://oglobo.globo.com/economia/diretor-do-bc-diz-que-compulsorio-nao-vai-elevar-juros-3048481> Acesso em 27 mar. 2024.

global deflagrada em 2008", surgiram os chamados acordos de Basileia III, oficializados em 2010, a partir do *Basel Committee on Banking Supervision*, inovando em esfera internacional ao abordar o aumento das exigências de capital de melhor qualidade, a inclusão de exigências diante do risco de liquidez e a introdução de mecanismos de redução da pro ciclicidade do sistema bancário. Como informam Giuliano de Oliveira e Adriana Ferreira, dentre outros aspectos, "a insuficiência da estrutura de capital dos bancos e de suas entidades controladas até então vigente para acomodar a absorção de perdas – e, assim, o risco sistêmico – foi um dos principais condicionantes estruturais para a surgimento de Basileia III"¹⁵⁹. Porém, a implantação desses critérios internacionais no Brasil não enfrenta grandes dificuldades. Em seus termos:

Do ponto de vista da solidez do sistema, além da capacidade de se adequar às regras de Basileia III no que tange à estrutura de capital proposta, o sistema bancário brasileiro dispõe de uma carteira de títulos públicos bastante relevante, que combina alta liquidez e rentabilidade, além de um saldo significativo de recursos compulsoriamente recolhidos pelo Banco Central do Brasil (BCB). Essas condições, combinadas com a capacidade de adequação dos bancos às novas regras, tornam o Sistema Financeiro Nacional (SFN) altamente capaz de absorver choques adversos, evitando situações de crise. A existência de um elevado saldo de recolhimento compulsório também permite seu manejo para fins de atenuar uma possível pressão de alta no custo do crédito induzida pela exigência de uma estrutura de capital mínimo ponderado pelo risco mais rigorosa, uma vez que o compulsório representa um fator de custo do *spread* bancário.

Assim, o Bacen conseguiu garantir a liquidez do mercado financeiro e prevenir possíveis problemas de caixa, e, então, que a crise atingisse tanto as grandes instituições financeiras quanto as de menor porte.

Ademais, importante indicar que o Sistema Financeiro brasileiro, mesmo sem utilizar a política *too big to fail* nos moldes em que fora constituída durante a já referida crise japonesa, e como foi posteriormente redefinida durante a crise estadunidense dos subprimes, historicamente já buscava implementar legislações e regulamentos em torno da preocupação sobre possíveis liquidações de instituições financeiras diante de sua alta relevância econômica, ensejando discussões no Poder Judiciário e

¹⁵⁹ OLIVEIRA, Giuliano Contento de; FERREIRA, Adriana Nunes. Basileia III: concepção e implementação no Brasil. **Revista Tempo do Mundo**, v. 4, n. 1, jan. 2018.

no próprio Banco Central sobre a responsabilidade de seus administradores, acionistas, dirigentes e empregados.

Essas preocupações vêm desde a época do Império, com a instituição do Decreto 3.309/1864, novamente legislado em 1930 pelo Decreto 19.479 e em 1931 pelo Decreto 19.634. Porém, como afirma João Ricardo Coelho, "foi a partir de 1945, que o Governo federal viu a necessidade de institucionalizar essa legislação, em virtude da crise financeira então existente"¹⁶⁰, vindo posteriormente, então, 1946, o Decreto-Lei 9.228, revigorando o processo de liquidação extrajudicial dos Decretos de 1930 e 1931, o Decreto-Lei 9.346, este o qual normatizava a responsabilidade pessoal dos diretores e administradores a fim de responsabilizá-los inclusive, quando fosse o caso, com o sequestro dos seus bens, e o Decreto-Lei 9.328, que tratava da responsabilidade pessoal e solidária dos diretores de bancos pelas obrigações assumidas pelas instituições financeiras durante a sua gestão, e as respectivas sanções que deveriam ser aplicadas, em caso de ilícitudes, pela então Superintendência da Moeda e do Crédito (Sumoc), atual Banco Central.

Posteriormente, a lei 5.143/66, que institui o Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), em redação dada pelo Decreto 1.342 de 1974, em seu art. 12, veio enunciar que a receita líquida deste imposto se destinaria à formação de reservas monetárias, as quais seriam aplicadas pelo Bacen "na intervenção nos mercados de câmbio e de títulos, na assistência a instituições financeiras, particularmente ao Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico, e em outros fins", incluindo também o §1º, o qual determinava que, "em casos excepcionais, visando a assegurar a normalidade dos mercados financeiro e de capitais ou a resguardar os legítimos interesses de depositantes, investidores e demais credores acionistas e sócios minoritários", poderia o Conselho Monetário Nacional autorizar o Banco Central a aplicar recursos das reservas monetárias a) na recomposição do patrimônio de instituições financeiras e de sociedades integrantes do sistema de distribuição no mercado de capitais, com o saneamento de seus ativos e passivos; e b) no pagamento total ou parcial do passivo de qualquer das instituições ou sociedades referidas, mediante as competentes

¹⁶⁰ COELHO, João Ricardo. Os institutos da intervenção e da liquidação extrajudicial de instituições financeiras: A atuação do Banco Central e as "quebras" ocorridas entre 1974 e 1984. **Revista de Ciência Política**, v. 28, p. 62-118, Rio de Janeiro, 1985, p. 64.

cessões e transferências dos correspondentes créditos, direitos e ações, a serem efetivadas pelos respectivos titulares ao Banco Central, caso decretada a intervenção na instituição ou sociedade ou a sua liquidação extrajudicial. Nesse sentido, o §2º do mesmo artigo enunciava que, nessas hipóteses, o Banco Central poderia deixar de decretar a intervenção na instituição ou sociedade, ou a sua liquidação extrajudicial, se entendesse que as providências a serem adotadas poderiam conduzir à completa normalização da situação da empresa. Em 2019, tanto o referido art. 12 quanto seus parágrafos e alíneas foram revogados pela Medida Provisória 909 e após a lei 1.4007/2020.

Enquanto o art. 12 acima citado enunciava maneiras de remediar o problema de ausência de liquidez das instituições financeiras, a liquidação extrajudicial e a intervenção, naquele artigo referidas, são institutos que ainda estão em vigor e representam relevantes métodos de prevenção para tanto.

Dispostos na lei 6.024/74, a liquidação extrajudicial e a intervenção administrativa são medidas direcionadas a empresas não-federais do Sistema Financeiro Nacional, a fim de resguardar “a economia pública, a poupança popular e o exercício do crédito”¹⁶¹. Esta lei que trouxe tais institutos enuncia em seu art. 2º que a intervenção, além do seu uso nos casos em que forem verificadas infrações reiteradas a dispositivos da legislação bancária (art. 2º, II), será realizada também quando “a entidade sofrer prejuízo, decorrente da má administração, que sujeite a riscos os seus credores” (art. 2º, I), ou quando ocorrerem fatos que possam levar à falência e houver a possibilidade de evitar a liquidação extrajudicial (art. 2º, III)¹⁶².

Destarte, importante nos referirmos à crítica de Eduardo Frade e Hamilton Iribure Júnior, os quais, notando a vaguedade dos termos utilizados neste art. 2º, dispõe que com o termo “má-administração” “podem ser considerados como aqueles que sujeitem à instituição financeira a riscos de diversas ordens, tomados de forma

¹⁶¹ COELHO, João Ricardo. Os institutos da intervenção e da liquidação extrajudicial de instituições financeiras: A atuação do Banco Central e as "quebras" ocorridas entre 1974 e 1984. **Revista de Ciência Política**, v. 28, p. 62-118, Rio de Janeiro, 1985, p. 66.

¹⁶² Com a revogação do Decreto-Lei 7.661/45, entende-se que as hipóteses a que se refere o art. 2º, III, da Lei 6.024/74, foram recepcionadas pelo art. 94 da Lei 11.101/2005, conhecida como Lei de Falências.

consciente pelos gestores”¹⁶³, e que “riscos aos credores” “são aqueles de ordem financeira. Notadamente o risco de não haver liquidez para os depósitos ou de não pagamento”¹⁶⁴.

A intervenção, assim, poderá ser decretada *ex officio* pelo Banco Central, ou por solicitação dos administradores da instituição (art. 3º). A sua duração não excederá 6 meses, podendo, por decisão do Bacen, ser prorrogado uma única vez (art. 4º), e será executada por interventor nomeado pelo Bacen, com plenos poderes de gestão (art. 5º). À vista do relatório ou da proposta do interventor, o Bacen poderá: ou determinar a cessação da intervenção; ou manter a instituição sob intervenção, até serem eliminadas as irregularidades que a motivaram; ou decretar a liquidação extrajudicial da entidade (art. 12). O Bacen poderá, também, diante de alguns critérios, autorizar o interventor a requerer a falência da entidade (art. 7º, art. 12).

Já a liquidação extrajudicial será executada por liquidante nomeado pelo Banco Central do Brasil, com amplos poderes de administração e liquidação, especialmente os de verificação e classificação dos créditos, podendo nomear e demitir funcionários, fixando-lhes os vencimentos, outorgar e cassar mandatos, propor ações e representar a massa em Juízo ou fora dele. A liquidação será decretada *ex officio*, a depender da razão e da ocorrência, conforme dispostas no art. 15, ou a requerimento dos administradores da instituição, além da já referida possibilidade de ser requerida pelo interventor.

Dessa maneira, o “poder para que o Banco Central pudesse intervir nas instituições financeiras, portanto em caráter antecipatório, com vistas a evitar esta crise somente foi concedido por meio da Lei 6.024/74”¹⁶⁵. Assim, “ponderou-se meios

¹⁶³ FRADE, Eduardo Silveira; IRIBURE JUNIOR, Hamilton da Cunha. A atuação do Banco Central do Brasil na superação da crise bancária: uma análise dos regimes especiais de intervenção. **Revista do Direito Público**, v. 15, n. 2, p. 71-90, Londrina, mai/ago. 2020, p. 81.

¹⁶⁴ FRADE, Eduardo Silveira; IRIBURE JUNIOR, Hamilton da Cunha. A atuação do Banco Central do Brasil na superação da crise bancária: uma análise dos regimes especiais de intervenção. **Revista do Direito Público**, v. 15, n. 2, p. 71-90, Londrina, mai/ago. 2020, p. 81.

¹⁶⁵ FRADE, Eduardo Silveira; IRIBURE JUNIOR, Hamilton da Cunha. A atuação do Banco Central do Brasil na superação da crise bancária: uma análise dos regimes especiais de intervenção. **Revista do Direito Público**, v. 15, n. 2, p. 71-90, Londrina, mai/ago. 2020, p. 78.

para evitar situações de insolvência e iliquidez das instituições financeiras, permitindo ao Banco Central atuar de forma preventiva”¹⁶⁶.

Neste sentido, Francisco José de Siqueira *apud* Frade e Iribure Júnior, aponta que, por um lado, diante da possibilidade de “ocorrência de eventual risco sistêmico, está o propósito de sanear o mercado; por outro, em função do interesse geral que se encontra ameaçado, o intuito de resguardar os direitos dos credores da empresa”¹⁶⁷.

Um outro meio de atuação preventiva do Banco Central para que se evitasse a quebra de uma instituição financeira foi instituído em 1987 pelo Decreto-Lei 2.321, denominado de Regime de Administração Especial Temporária (RAET), não há revogação expressa da intervenção administrativa por parte desta normativa, coexistindo assim, atualmente, esses dois regimes intervencionistas do Bacen, sendo que não há consenso doutrinário sobre a sua revogação tácita.

O RAET, conforme o Decreto-Lei 2.321/1987, poderá ser decretado quando for verificado nas instituições financeiras prática reiterada de operações contrárias às diretrizes de política econômica ou financeira traçadas em lei federal; a existência de passivo a descoberto; o descumprimento das normas referentes à conta de Reservas Bancárias mantida no Banco Central do Brasil; a gestão temerária ou fraudulenta de seus administradores; ou a ocorrência de qualquer das situações descritas no art. 2º da Lei nº 6.024/ 1974, que é justamente o já referido artigo da lei que determina os momentos em que deve ser realizada a intervenção administrativa. Ou seja, o Decreto-Lei que institui o RAET não só não revoga expressamente a intervenção como recepciona artigo de lei a ela referente, o mesmo ocorrendo com a liquidação extrajudicial, ao possibilitar, em seu art. 11, a sua decretação pelo conselho diretor responsável pela administração especial temporária. Dessa maneira, é de se concluir que o Decreto-Lei 2.321/1987, ao instituir o RAET, veio para adicionar possibilidades

¹⁶⁶ FRADE, Eduardo Silveira; IRIBURE JUNIOR, Hamilton da Cunha. A atuação do Banco Central do Brasil na superação da crise bancária: uma análise dos regimes especiais de intervenção. **Revista do Direito Público**, v. 15, n. 2, p. 71-90, Londrina, mai/ago. 2020, p. 78.

¹⁶⁷ FRADE, Eduardo Silveira; IRIBURE JUNIOR, Hamilton da Cunha. A atuação do Banco Central do Brasil na superação da crise bancária: uma análise dos regimes especiais de intervenção. **Revista do Direito Público**, v. 15, n. 2, p. 71-90, Londrina, mai/ago. 2020, p. 78-79.

de intervenção na instituição financeira, mesmo que mediante procedimentos diversos da intervenção administrativa da Lei 6.024/74.

Assim, a normatização de tais medidas traz “instrumentos jurídicos que viabilizam a atuação do Banco Centro do Brasil, evitando consequências danosas para o mercado financeiro ou mesmo para a economia, diante da possibilidade de insolvência ou falência de uma instituição financeira”¹⁶⁸, tendo proporcionado legislação apta a enfrentar a crise de 2008 e, mesmo sem estar inserida formalmente na política denominada de *too big to fail*, traz arcabouço jurídico protetivo em face da possibilidade de quebra das instituições financeiras e das crises que dela podem decorrer.

Agora, importante salientar que tais medidas, centradas inicialmente para prestar remédios e prevenções ao mercado financeiro, tem cada vez mais sendo utilizadas também em outros setores da economia, especialmente os de crescente relevância no mercado mundial. Dessa maneira, veremos então a adoção dessas políticas em setores não financeiros.

5 EMPRESAS *TOO BIG TO FAIL* E SETORES NÃO FINANCEIROS DA ECONOMIA

Conforme verificado nos cenários supra referidos, a implementação das políticas monetárias heterodoxas para a economia monetária durante e pós a crise de 2008, e passando pela pandemia do COVID 19, terá consequências permanentes para o futuro do mercado mundial.

O aumento da quantidade de pessoas participando do mercado de capitais e o crescimento do volume negociado, atrelados às políticas de investimento estatal em empresas privadas, incluindo as políticas associadas ao cenário de empresas *too big to fail*, junto também da redução das taxas de juros básicas a zero ou níveis inferiores,

¹⁶⁸ FRADE, Eduardo Silveira; IRIBURE JUNIOR, Hamilton da Cunha. A atuação do Banco Central do Brasil na superação da crise bancária: uma análise dos regimes especiais de intervenção. **Revista do Direito Público**, v. 15, n. 2, p. 71-90, Londrina, mai/ago. 2020, p. 79.

promoveram mudanças estruturais na relação entre Estado e agentes econômicos privados.

Conforme visto pela leitura dos chamados *Sea Changes* referidos por Howard Marks, a drástica mudança no pensamento dos investidores e as políticas monetárias implementadas no final do século XX resultaram em uma enorme expansão nos negócios realizados nas Bolsas de Valores em todo o mundo.

Entre 2013 e 2022, a capitalização total das bolsas de valores ao redor do mundo aumentou de 65 trilhões de dólares para 105 trilhões de dólares, o que representa que o número de pessoas que investem na bolsa é maior do que nunca; a economia do mundo cresceu de forma vertiginosa; e mais empresas abriram o seu capital para os investidores.¹⁶⁹

No Brasil, por exemplo, levantamento da B3 revelou que a quantidade de pessoas que investem na bolsa de valores cresceu mais de cinco vezes na última década. “O salto foi de 583.000, em 2011, para 3,1 milhões em outubro de 2020”¹⁷⁰: “a queda da taxa básica de juro, que derrubou o retorno da renda fixa, foi um dos fatores que aumentaram o interesse dos brasileiros pela bolsa. Afinal, é preciso diversificar a carteira e assumir alguns riscos para aumentar os rendimentos”¹⁷¹.

Nessa seara, de acordo com o *Technology Report*, relatório global da consultoria Bain & Company que analisa o impacto da tecnologia nos negócios e na sociedade, as empresas do setor de tecnologia são as que mais têm crescido em valor de mercado no mundo. A pesquisa mostra que, entre 2015 e 2020, o setor de tecnologia dominou o ranking das empresas que mais evoluíram em valor de mercado - com Apple, Microsoft e Alphabet na liderança dessa expansão: “a mensagem clara

¹⁶⁹ CARLOS, Ruan. Número de pessoas que investem na bolsa por países. **Investidor 10**. 2 set. 2022. Disponível em <https://investidor10.com.br/conteudo/pessoas-que-investem-na-bolsa/> Acesso em 20 abr. 2023.

¹⁷⁰ DARAYA, Vanessa. Número de investidores na bolsa cresce 5 vezes em 10 anos. Como começar? **Exame.Invest**. 27 jan. 2021. Disponível em <https://exame.com/invest/btg-insights/numero-de-investidores-na-bolsa-cresce-5-vezes-em-10-anos-como-comecar/> Acesso em 20 abr. 2023.

¹⁷¹ DARAYA, Vanessa. Número de investidores na bolsa cresce 5 vezes em 10 anos. Como começar? **Exame.Invest**. 27 jan. 2021. Disponível em <https://exame.com/invest/btg-insights/numero-de-investidores-na-bolsa-cresce-5-vezes-em-10-anos-como-comecar/> Acesso em 20 abr. 2023.

é que a tecnologia não é apenas uma indústria. Tornou-se a principal força disruptiva em toda a economia global", destaca o documento.¹⁷²

Diante desse contexto, o fortalecimento do mercado de ações, e consequentemente o aumento do investimento em grandes empresas de alta participação no mercado, imensa maioria sociedades anônimas, e das empresas de tecnologia, trouxe a necessidade de se cotejar as empresas grandes demais para quebrar – *too big to fail* – como além daquele conceito inicialmente estabelecido pela crise japonesa, conforme explicado no capítulo 4.1, e na mesma esteira com seu avanço aos Estados Unidos e à Europa. Ou seja, na atualidade, é necessário se pensar em sua definição não mais restrita ao sistema financeiro, mas incluindo, entre estas, agentes econômicos de outros setores de mercado. Ademais, além da injeção de dinheiro público em empresas não financeiras, ainda que pontualmente, já ter ocorrido durante a crise estadunidense de 2008, o crescimento da importância de grandes conglomerados nos demais ambientes da economia, como logística e tecnologia da informação, desde aquele período, é motivo de debate sobre a renovação do conceito TBTF em diversas instituições e linhas de pesquisa, especialmente norte-americanas e europeias. Explica-se:

Em âmbito internacional, em 2014 o Comitê de Supervisão Bancária da Basileia desenvolveu uma estrutura para identificar "bancos globais sistematicamente importantes" (*Global Systemically Important Banks*, ou GSIBs), considerando seu tamanho, interconectividade, complexidade, possibilidade de substituição e atividade global. Diante disso, o Banco Central Europeu propôs o termo Instituições Globais Sistematicamente Importantes (*Global Systemically Important Institutions*, ou G-SIIs), também utilizando em outros casos o termo *Other Systemically Important Institutions*¹⁷³, enfatizando sua interconexão como um fator importante para sua

¹⁷² CAUSIN, Juliana. Empresas de tecnologia são as que mais crescem em valor de mercado no mundo, diz estudo. **Época Negócios**. 27 out. 2021. Disponível em <https://epocanegocios.globo.com/Tecnologia/noticia/2021/10/empresas-de-tecnologia-sao-que-mais-crescem-em-valor-de-mercado-no-mundo-diz-estudo.html> Acesso em 20 abr. 2023.

¹⁷³ "O-SIIs are institutions that, due to their systemic importance, are more likely to create risks to financial stability. Whilst maximizing private benefits through rational decisions, these institutions may bring negative externalities into the system and contribute to market distortions". In: EBA. Other Systemically Important Institutions (O-SIIs). **European Banking Authority**. 2023. Disponível em <https://www.eba.europa.eu/risk-analysis-and-data/other-systemically-important-institutions-o-siis> Acesso em 20 abr. 2023.

inclusão na lista e formulando *Guidelines*¹⁷⁴ de recomendações para os países-membros. Já de acordo com o Fundo Monetário Internacional, “as instituições financeiras devem ser classificadas nesta categoria apenas na medida em que o seu colapso transmita externalidades negativas a toda a economia”¹⁷⁵. Embora ainda não haja um consenso generalizado sobre o que constitui Instituição Sistemicamente Importante, todas as definições e regulamentações emitidas pelas organizações internacionais e demais autoridades supervisoras se concentram no paradigma do “*too big to fail*” (TBTF)¹⁷⁶.

Em estudo de janeiro de 2010, o *Centre for European Policy Studies* argumenta que ser “muito interconectado” (*too interconnected*) também é um fator e que os padrões contábeis dos EUA devem reconhecer a exposição bruta a derivativos no balanço patrimonial para tornar clara essa interconexão e a exposição dela resultante. Salienta, assim, que quando as interconexões são reveladas nos balanços contábeis, “elas têm um impacto importante na medida do risco, que é associada à consideração dos índices de alavancagem, os quais suplementam as medidas tradicionais de adequação de capital sob as regras da Basileia”¹⁷⁷¹⁷⁸.

Junto a essas definições, o G20, durante Conferência em Pittsburgh, em 2009, recomendou a implementação de normas específicas para o enquadramento e a supervisão das mais importantes instituições financeiras internacionais. Nesse

¹⁷⁴ EBA. Other Systemically Important Institutions (O-SIIs). **European Banking Authority**. 2023. Disponível em <https://www.eba.europa.eu/risk-analysis-and-data/other-systemically-important-institutions-o-siis>. Acesso em 20 abr. 2023.

¹⁷⁵ “financial institutions should be classified in this category only to the extent that their collapse transmits negative externalities to the whole economy”. In: MUTU, Simona. Exposure to systemic risk of the European too-big-to-fail banks during crisis. **Review of Economic and Business Studies**, vol. 8, n. 2, 2015. Disponível em <https://ideas.repec.org/a/aic/revebs/y2015d16mutus.html> Acesso em 20 abr. 2023.

¹⁷⁶ MUTU, Simona. Exposure to systemic risk of the European too-big-to-fail banks during crisis. **Review of Economic and Business Studies**, vol. 8, n. 2, 2015. Disponível em <https://ideas.repec.org/a/aic/revebs/y2015d16mutus.html> Acesso em 20 abr. 2023.

¹⁷⁷ Os Acordos de Basileia, incluindo o de 1988, estabelecem, dentre outras finalidades, recomendações para a mitigação de riscos de crédito envolvendo instituições financeiras, incluindo exigências mínimas de capital para instituições financeiras internacionalmente ativas.

¹⁷⁸ “they have an important impact on one measure of risk, the leverage ratio, which is supposed to supplement the traditional risk weighted capital adequacy measures under the Basel rules.” In: GROS, Daniel. Too interconnected to fail = too big to fail: What’s in a leverage ratio? **CEPS Commentary Thinking ahead for Europe**, 28 jan. 2010. Disponível em <https://www.researchgate.net/profile/Daniel-Gros-2> Acesso em 20 abr. 2023.

cenário, a organização internacional *Bank of International Settlements* (BIS) utilizou a denominação dessas instituições como “*too-interconnected-to-fail*”, assim como *International Systemically Important Entities* (Entidades Internacionais Sistemicamente Importantes, ou ISIEs), dados os riscos que representam para o setor financeiro e a economia em geral. Como podemos verificar, essas nomenclaturas não caracterizam em seus próprios termos a identificação de que se estaria a tratar somente de bancos e demais instituições financeiras.

Nesse sentido, é importante salientar que o já anterior referido programa estadunidense intitulado *Troubled Asset Relief Program* (TARP), além de auxiliar na recuperação de instituições do sistema financeiro, incluiu um programa chamado *Auto Industry Financing Program*, atuando no mercado automotivo, recuperando as empresas Chrysler e General Motors, as quais, junto à Ford, formavam as três maiores empresas do setor em 2008 (chamadas também de *The Big Three*), quando o então presidente Bush anunciou um plano de resgate de 17,4 bilhões de dólares, a fim de evitar a falência dessas empresas e a perda de mais de 1 milhão de empregos só nos Estados Unidos.

Esse plano findou em 2014, no total de 81 bilhões de dólares de resgate. O Tesouro estadunidense, afinal, realizou esse plano mediante a aquisição de ações da Chrysler e da General Motors e emprestando dinheiro a elas¹⁷⁹.

Austan D. Goolsbee e Alan B. Krueger, altos oficiais da administração do governo Obama, chegaram a afirmar que no período que antecedeu o resgate de 2009, as Três Grandes fabricantes registraram alguns dos piores desempenhos corporativos da história americana¹⁸⁰.

Ainda, conforme cálculo do Tesouro estadunidense, o governo utilizou 9,6 bilhões dos tributos pagos pelos americanos nesse plano direcionado às

¹⁷⁹ GLASS, Andrew. Bush bails out U.S. automakers. **Politico**. 19 dez. 2008. Disponível em <https://www.politico.com/story/2018/12/19/bush-bails-out-us-automakers-dec-19-2008-1066932> Acesso em 20 abr. 2023.

¹⁸⁰ MACDUFFIE, John Paul; SMETTERS, Kent; COHEN, Morris. The Auto Bailout 10 Years Later: Was It the Right Call? **Knowledge at Wharton**. 12 set. 2018. Disponível em <https://knowledge.wharton.upenn.edu/podcast/knowledge-at-wharton-podcast/auto-bailout-ten-years-later-right-call/> Acesso em 20 abr. 2023.

automotivas¹⁸¹. Como parte do plano, a Fiat assumiu o controle da Chrysler, e a nova empresa passou a se chamar Fiat Chrysler Automobiles¹⁸², fortalecendo o ambiente oligopolista do setor:

Embora a necessidade de resgatar a Ford e a General Motors fosse aparente - ambas estavam sob pressão da queda acentuada da demanda por automóveis e tinham o potencial de gerar perdas significativas de empregos e perdas agregadas se falhassem - a necessidade de resgatar a Chrysler era, acima de tudo, sobre o risco sistêmico. . Antes da crise, estimava-se que, dos fornecedores da Chrysler, 54 e 66% também eram fornecedores da Ford e da General Motors, respectivamente. Como resultado, o risco de uma falha da Chrysler era o risco de derrubar a Ford, a General Motors ou ambas, derrubando primeiro os fornecedores compartilhados. Vendo a importância de suas cadeias de suprimentos interdependentes, a Ford defendeu publicamente os resgates de seus concorrentes, a Chrysler e a General Motors.¹⁸³ (tradução nossa)

Assim, tais ações, buscando evitar um impacto sistêmico na economia norte-americana, acabaram por considerar no pacote de auxílio de resgate, que em princípio era direcionado somente a instituições financeiras, empresas do setor automobilístico.

Outro setor que também foi resgatado pelo governo estadunidense foi o de aviação comercial, por conta da recente crise pandêmica ocasionada pelo Covid-19.

O resgate das companhias aéreas dos EUA, sob os presidentes Trump e Biden, que incluía provisões que poderiam garantir ao país uma parte do lucro quando as ações em dificuldades das companhias aéreas se recuperassem, visava evitar uma

¹⁸¹ SNAVELY, Brent. Final tally: Taxpayers auto bailout loss \$9.3B. **Detroit Free Press**. 30 dez. 2014. Disponível em <https://www.usatoday.com/story/money/cars/2014/12/30/auto-bailout-tarp-gm-chrysler/21061251/> Acesso em 20 abr. 2023.

¹⁸² SNAVELY, Brent. Final tally: Taxpayers auto bailout loss \$9.3B. **Detroit Free Press**. 30 dez. 2014. Disponível em <https://www.usatoday.com/story/money/cars/2014/12/30/auto-bailout-tarp-gm-chrysler/21061251/> Acesso em 20 abr. 2023.

¹⁸³ "Although the need for rescuing Ford and General Motors was apparent—both were under pressure from sharply decreased auto demand and had the potential to drive significant job losses and aggregate losses if they failed—the need for rescuing Chrysler was, above all, about systemic risk. Leading up to the crisis, it had been estimated that of Chrysler's suppliers, 54 and 66 percent were also suppliers to Ford and General Motors, respectively. As a result, the risk of a Chrysler failure was the risk that it could pull down Ford, General Motors, or both, by first toppling shared suppliers. Seeing the significance of their interdependent supply chains, Ford publicly argued for the bailouts of its competitors, Chrysler and General Motors". In: WELBURN, Jonathan William; STRONG, Aaron; NEKOUL, Florentine Eloundou; et al. **Systemic Risk in the Broad Economy**. Interfirm Networks and Shocks in the U.S. Economy. Rand Corporation, 2020. Disponível em https://www.rand.org/pubs/research_reports/RR4185.html Acesso em 20 abr. 2023.

calamidade econômica no setor, e manter vivo o sistema de aviação durante a pandemia de coronavírus.

Estimulados pela ajuda federal, os aviões continuaram voando mesmo enquanto as viagens aéreas despencaram mais de 90%. De acordo com uma análise realizada pelo Washington Post sobre dados do Departamento do Tesouro americano, em dezembro de 2021 as ações valiam cerca de US\$ 260 milhões, ou menos de 1% dos US\$ 37 bilhões que o governo dos EUA cedeu a 10 grandes companhias aéreas comerciais de passageiros em 2020 sobre i compromisso de as ajudarem a pagar seus funcionários¹⁸⁴.

Apesar do Brookings Institution, um *think tank* de Washington D. C., argumentar que o resgate deveria ser limitado a empréstimos, em março de 2020, o Congresso apoiou fornecer US\$ 25 bilhões em assistência financeira às companhias aéreas “para preservar os empregos na aviação e compensar os trabalhadores da indústria das transportadoras aéreas”¹⁸⁵ como parte do *Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act*, também conhecido como *Cares Act*.¹⁸⁶

Nicholas E. Calio, executivo-chefe da Airlines for America, que representa as maiores companhias aéreas do país, afirmou que a perda de empregos teria sido ainda maior se não fosse pelo pacote de resgate. Disse ainda que “os subsídios permitiram que as companhias aéreas cobrissem apenas 77% de seus custos trabalhistas”¹⁸⁷.

¹⁸⁴ LARIS, Michael; ARATANI, Lori. Taxpayers spent billions bailing out airlines. Did the industry hold up its end of the deal? **The Washington Post**. 14 dez. 2021. Disponível em <https://www.washingtonpost.com/transportation/2021/12/14/airline-bailout-covid-flights/> Acesso em 20 abr. 2023.

¹⁸⁵ “to preserve aviation jobs and compensate air carrier industry workers” In: LARIS, Michael; ARATANI, Lori. Taxpayers spent billions bailing out airlines. Did the industry hold up its end of the deal? **The Washington Post**. 14 dez. 2021. Disponível em <https://www.washingtonpost.com/transportation/2021/12/14/airline-bailout-covid-flights/> Acesso em 20 abr. 2023.

¹⁸⁶ LARIS, Michael; ARATANI, Lori. Taxpayers spent billions bailing out airlines. Did the industry hold up its end of the deal? **The Washington Post**. 14 dez. 2021. Disponível em <https://www.washingtonpost.com/transportation/2021/12/14/airline-bailout-covid-flights/> Acesso em 20 abr. 2023.

¹⁸⁷ “The government grants allowed airlines to cover only 77 percent of their labor costs”. In: LARIS, Michael; ARATANI, Lori. Taxpayers spent billions bailing out airlines. Did the industry hold up its end of the deal? **The Washington Post**. 14 dez. 2021. Disponível em

Mesmo assim, contornando alguns elementos da legislação referente, a United Airlines, por exemplo, divulgou que daria prêmios em dinheiro a seus principais executivos se eles permanecessem na empresa por três anos ou até que expirassem as restrições do Cares Act, e a Delta Air Lines também concedeu bônus aos gerentes cujos salários foram reduzidos no início da pandemia¹⁸⁸.

Por fim, a recuperação do valor cedido como resgate está majoritariamente submetida às ações em garantia que as empresas aéreas cederam em troca, sendo ações de alta volatilidade, e sobre as quais os Estados Unidos devem se organizar para realizarem a venda e compra dessas ações de modo que o valor do resgate seja recuperado ao máximo.

Ademais, seguindo nessa linha, com a finalidade específica de abranger demais agentes econômicos privados que não do mercado financeiro, vale nos referirmos àquelas denominações utilizadas para guiar institucionalmente o Federal Reserve e também o Banco Central Europeu nas regulamentações envolvendo as operações de swap e derivativos no mercado de capitais, quais sejam, *systemically significant non-financial entities*, *systemically important non-financial firms* e *systemically important non-financial entities*¹⁸⁹.

Isso pois essa matéria também foi alvo de novas normativas logo após a crise, especialmente nos Estados Unidos e na Europa, a fim de estreitar a legalidade de referidas operações formuladas por empresas, financeiras e não financeiras, na condução de suas negociações.

Em novembro de 2022, o governo do presidente estadunidense Biden iniciou um processo para analisar e revisar a política de proteção de infraestrutura crítica dos

<https://www.washingtonpost.com/transportation/2021/12/14/airline-bailout-covid-flights/> Acesso em 20 abr. 2023.

¹⁸⁸ LARIS, Michael; ARATANI, Lori. Taxpayers spent billions bailing out airlines. Did the industry hold up its end of the deal? **The Washington Post**. 14 dez. 2021. Disponível em <https://www.washingtonpost.com/transportation/2021/12/14/airline-bailout-covid-flights/> Acesso em 20 abr. 2023.

¹⁸⁹ Cf. SIFMA. Margin and Capital Requirements for Covered Swap Entities, Board Docket Number R-1415, Docket Number OCC-2011-0008, FDIC RIN 3064-AD79, FHFA RIN 2590AA45, FCA RIN 3052-AC69. **Federal Reserve**. 26 nov. 2012. Disponível em https://www.federalreserve.gov/SECRS/2013/March/20130301/R-1415/R-1415_112612_110865_382966906084_1.pdf Acesso em 20 abr. 2023.

EUA, incluindo o fornecimento de orientação às agências para designar certos agentes econômicos privados participantes desse setor de mercado como “sistematicamente importantes”. Em seus termos:

A política atualizada fortaleceria a parceria público-privada e forneceria orientação clara aos departamentos executivos e agências (agências) sobre a designação de certas infraestruturas críticas como sistematicamente importantes.¹⁹⁰

Em fevereiro de 2022, o congressista dos Estados Unidos Jim Langevin identificou cerca de 100 empresas privadas que considera provedoras de infraestrutura crítica “sistematicamente importantes”, afirmando a necessidade de uma colaboração mais próxima dessas empresas com o governo federal.

Em seus termos, “criar uma parceria em que entidades sistematicamente importantes recebam maior apoio do governo federal para defender suas redes, sem regulamentação onerosa, aumentará a segurança coletiva de nossa nação”¹⁹¹.

Dessa maneira, Jeffrey Kutler afirmou em 2022 que o rótulo de “sistematicamente importante”, atribuído a um determinado grupo de instituições financeiras como resultado das reformas regulatórias pós-crise financeira, “poderá em breve ser aplicável aos setores de infraestrutura crítica dos EUA, além do financeiro”¹⁹².

Nessa linha, havia sido proposta, dentro da Lei de Autorização de Defesa Nacional (NDAA), para 2023, o estabelecimento de uma definição de “entidades sistematicamente importantes” (*systemically important entities*, ou SIEs), para que referidos agentes econômicos privados fossem inseridos em medidas de

¹⁹⁰ DILLE, Grace. White House Edging Toward ‘Systemically Important’ Infrastructure Policy. **MeriTALK**. 11 nov. 2022. Disponível em <https://www.meritalk.com/articles/white-house-edging-toward-systemically-important-infrastructure-policy/> Acesso em 20 abr. 2023.

¹⁹¹ “Creating a partnership wherein systemically important entities receive greater support from the federal government to defend their networks, without overburdensome regulation, will enhance our nation’s collective security.” In: ZINSNER, Mary C.; FLINT, Susan; PHAN, Kim. Proposed New Data Security Rules Could Prove Duplicative, Forcing Banks to Turn Over Dangerous Amounts of Secured Data. **Troutman Pepper**. 2 ago. 2022. Disponível em <https://www.consumerfinancialserviceslawmonitor.com/2022/08/proposed-new-data-security-rules-could-prove-duplicative-forcing-banks-to-turn-over-dangerous-amounts-of-secured-data-2/> Acesso em 20 abr. 2023.

¹⁹² KUTLER, Jeffrey. Will the ‘Systemically Important’ Club Become Less Exclusive? **GARP**. 19 ago. 2022. Disponível em <https://www.garp.org/risk-intelligence/technology/systemically-important-club-220819> Acesso em 20 abr. 2023.

fortalecimento dos padrões de segurança cibernética e compartilhamento de informações sob a égide de Agência de Segurança Cibernética e Infraestrutura (*Cybersecurity and Infrastructure Security Agency*, ou CISA) do Departamento de Segurança Interna dos Estados Unidos.

Vale salientar que a Cyberspace Solarium Commission (CSC)¹⁹³, em Proposta Legislativa de julho de 2020, já havia indicado ao Congresso uma normativa que definisse mais especificamente quais seriam essas entidades sistematicamente importantes do setor de infraestrutura. Em seus termos, referida proposta codificava em lei o conceito segundo o qual essas empresas:

[...] as entidades responsáveis por sistemas e ativos sistematicamente críticos recebem assistência especial do governo dos EUA e assumem requisitos adicionais de segurança e compartilhamento de informações condizentes com seu status e importância únicos.¹⁹⁴

Dentre as empresas que seriam consideradas sistematicamente importantes nesse setor, estariam aquelas que pudessem causar danos ao país com, por exemplo, falha ou perturbação substancial do mercado financeiro estadunidense; e, o que poderia se relacionar a diversos conglomerados econômicos, principalmente de tecnologias de informação e comunicação: a indisponibilidade ou interrupção significativa de serviços de tecnologia crítica, inclusive relacionados à tecnologia de telecomunicações, tecnologia de computação em nuvem e sistemas de informação relacionados e infraestrutura de tecnologia; dentre outros.¹⁹⁵

¹⁹³ Cyberspace Solarium Commission (CSC) was established in the John S. McCain National Defense Authorization Act for Fiscal Year 2019 to "develop a consensus on a strategic approach to defending the United States in cyberspace against cyber attacks of significant consequences." In: SOLARIUM. **Cyberspace Solarium Commission**. 2023. Disponível em <https://www.solarium.gov/home> Acesso em 20 abr. 2023.

¹⁹⁴ "[...] entities responsible for systemically critical systems and assets are granted special assistance from the U.S. government and shoulder additional security and information-sharing requirements befitting their unique status and importance". In: KING, Angus; GALLAGHER, Mike. **Cyberspace Solarium Commission Legislative Proposals 2020**. Jul. 2020, p. 181. Disponível em <https://www.solarium.gov/report/legislative-proposals> Acesso em 20 abr. 2023.

¹⁹⁵ Cf. KING, Angus; GALLAGHER, Mike. **Cyberspace Solarium Commission Legislative Proposals 2020**. Jul. 2020, p. 185. Disponível em <https://www.solarium.gov/report/legislative-proposals> Acesso em 20 abr. 2023.

De acordo com a diretora da CISA, Jen Easterly, a classificação dessas empresas se daria “com base na centralidade econômica, centralidade da rede e domínio lógico nas funções críticas nacionais”¹⁹⁶.

Fica ainda mais clara a intenção de políticos e figuras de relevância do cenário econômico estadunidense em abranger outros setores de mercado com uma ampla definição de entidades sistematicamente importantes ao identificarmos o interesse da U.S. Cyberspace Solarium Commission em legislações sobre o aumento da “coordenação entre a comunidade de inteligência, agências civis e o setor privado, especialmente para entidades sistematicamente importantes”¹⁹⁷.

Assim, mesmo que a Lei de Autorização de Defesa Nacional (NDAA) para 2023 tenha sido assinada por Biden sem o trecho em que trataria das entidades sistematicamente importantes no setor crítico de infraestrutura¹⁹⁸, a possibilidade de sua normatização ainda é grande, já que diversos políticos, dentre eles Mike Gallagher, presidente do subcomitê cibernético, de tecnologias da informação e inovação dos Serviços Armados da Câmara, buscam em 2023 pressionar o Congresso por uma legislação para criar um ambiente colaborativo conjunto dentro da Agência de Segurança Cibernética e Infraestrutura e abordar os agentes econômicos privados considerados “infraestruturas críticas sistematicamente importantes”¹⁹⁹.

Na mesma linha de empresas *too big to fail* além de bancos e instituições financeiras, Jonathan Welburn e Aaron Strong, pelo Wall Street Journal, já atentaram em 2020 que, enquanto a crise financeira de 2007-08 deixou reguladores e

¹⁹⁶ “[...] based on economic centrality, network centrality and logical dominance in the national critical functions.” In: LEISHMAN, Angeline. Jen Easterly: CISA Begins Classifying Systemically Important Critical Infrastructure Entities. **ExecutiveGov**. 1 nov. 2021. Disponível em <https://executivegov.com/2021/11/cisa-begins-classifying-systemically-important-critical-infrastructure-entities/> Acesso em 20 abr. 2023.

¹⁹⁷ Cf. READE, Claire; SKILLMAN, David; MAROTTA, Marne. What To Expect From The House Select Committee On China. **Arnold Porter**. 13 fev. 2023. Disponível em <https://www.arnoldporter.com/-/media/files/perspectives/publications/2023/02/what-to-expect-from-the-house-select-committee-on.pdf?rev=dcaf6f6421f24c83a759f5ac97409be0> Acesso em 20 abr. 2023.

¹⁹⁸ Cf. SMALLEY, Suzanne. \$858 billion defense bill focuses heavily on cyber. These are some highlights. **Cyberscoop**. 7 dez. 2022. Disponível em <https://cyberscoop.com/cyber-heavy-ndaa-vote/> Acesso em 20 abr. 2023.

¹⁹⁹ Cf. FRIEDMAN, Sara. Rep. Gallagher identifies joint collaborative environment, 'SICI' legislation as top Solarium priorities. **Inside Defense**. 10 fev. 2023. Disponível em <https://insidedefense.com/daily-news/rep-gallagher-identifies-joint-collaborative-environment-sici-legislation-top-solarium> Acesso em 20 abr. 2023.

legisladores cientes de que algumas instituições financeiras se tornaram grandes demais para quebrar, a próxima grande crise econômica pode surgir fora do setor financeiro, em empresas *too interconnected to fail*²⁰⁰.

Em seus termos, as empresas mais conectadas, se atingidas por um choque de receita mesmo que aparentemente isolado, “podem causar perdas enormes para toda a economia dos EUA. Alguns são bancos, mas a maioria não. Na verdade, as empresas de tecnologia (Amazon, Apple) e telecomunicações (Comcast, AT&T) lideraram a lista”²⁰¹. Exemplo:

A Amazon Web Services [AWS] é um excelente exemplo de empresa em rede e está, por meio do mesmo mecanismo, criando riscos sistêmicos. A AWS tem milhões de clientes, incluindo Verizon, BP e Facebook; cada um reduz seus próprios riscos cibernéticos e de dados confiando na AWS. Para pequenos riscos – incêndios ou inundações que prejudicam um único data center, ataques cibernéticos que derrubam um único site – a grande rede distribuída por trás do serviço de computação em nuvem da AWS oferece uma solução mais robusta.²⁰² (tradução nossa)

Welburn e Strong salientam também que a pandemia da Covid-19 fez com que muitas pessoas adotassem novas rotinas de trabalho e socialização, ao mesmo tempo em que a importância da Amazon para a economia disparou: trabalhar em casa, realizar reuniões pelo Zoom, assistir a Netflix, diversas atividades dependem largamente dos serviços da Amazon para funcionarem.

²⁰⁰ WELBURN, Jonathan William; STRONG, Aaron. Too Interconnected to Fail. The next systemic crisis may start not in a bank or other financial institution but in the cloud. **Wall Street Journal**. 23 jul. 2020. Disponível em <https://www.wsj.com/articles/too-interconnected-to-fail-11595523324> Acesso em 20 abr. 2023.

²⁰¹ “could cause outsize losses to the whole U.S. economy. Some are banks, but most aren’t. In fact, businesses in tech (Amazon, Apple) and telecom (Comcast, AT&T) topped the list.” In: WELBURN, Jonathan William; STRONG, Aaron. Too Interconnected to Fail. The next systemic crisis may start not in a bank or other financial institution but in the cloud. **Wall Street Journal**. 23 jul. 2020. Disponível em <https://www.wsj.com/articles/too-interconnected-to-fail-11595523324> Acesso em 20 abr. 2023.

²⁰² “Amazon Web Services is a prime example of a networked firm and is, through the same mechanism, creating new systemic risks. AWS has millions of customers, including Verizon, BP and Facebook; each mitigate their own cyber and data risks by relying on AWS. For small risks—fires or floods that harm a single data center, cyberattacks that take down a single website—the large distributed network behind AWS’s cloud-computing service provides a more robust solution”. In: WELBURN, Jonathan William; STRONG, Aaron. Too Interconnected to Fail. The next systemic crisis may start not in a bank or other financial institution but in the cloud. **Wall Street Journal**. 23 jul. 2020. Disponível em <https://www.wsj.com/articles/too-interconnected-to-fail-11595523324> Acesso em 20 abr. 2023.

Assim como as operações de subprime e de swaps na bolsa de valores vistas durante a crise estadunidense, os efeitos de rede em cascata apresentam um grande risco para toda a economia:

Uma única interrupção na AWS, talvez devido a um ataque cibernético em larga escala, seria instantaneamente um problema intersetorial, potencialmente paralisando setores da economia. E as empresas privadas não seriam as únicas afetadas: GovCloud, uma versão sob medida da AWS, fornece serviços em nuvem para os departamentos de Defesa e Justiça e o Internal Revenue Service.²⁰³ (tradução nossa)

Ainda em 2020, Welburn, Strong e outros pesquisadores realizaram um estudo intitulado “*Systemic Risk in the Broad Economy: Interfirm Networks and Shocks in the U.S. Economy*”²⁰⁴. Apesar da maior importância que acadêmicos, pesquisadores e demais profissionais envolvidos cederam aos debates sobre os riscos sistêmicos, pouca atenção se estendeu além dos círculos financeiros, com raras abordagens em torno desses riscos na economia como um todo. Nesse estudo citado, fica evidenciado que eles se estendem além dos bancos e das instituições financeiras, estando presente nos mais diversos setores da economia.

Um dos pontos levantados pela pesquisa foi a dificuldade em se obter dados para a compreensão dos riscos sistêmicos que determinadas empresas podem ocasionar. Para realizarem a investigação, foi utilizada a normativa estadunidense intitulada Declaração de Normas de Contabilidade Financeira nº 131, (Statement of Financial Accounting Standards – SFAS – No. 131), a qual exige que as empresas relatem os principais clientes e fornecedores que representam mais de 10% de suas vendas totais. Dessa maneira, construíram um conjunto de dados das conexões em rede observadas entre as empresas fornecedoras e as empresas clientes. Por outro lado, foi identificada uma falta de dados mais aprofundados, quais sejam, sobre os

²⁰³ “A single disruption to AWS, perhaps due to a large-scale cyberattack, would instantly be a cross-sector problem, potentially shutting down swaths of the economy. And private enterprises wouldn’t be the only ones affected: GovCloud, a tailor-made version of AWS, provides cloud services for the Defense and Justice departments and the Internal Revenue Service”. In: WELBURN, Jonathan William; STRONG, Aaron. Too Interconnected to Fail. The next systemic crisis may start not in a bank or other financial institution but in the cloud. **Wall Street Journal**. 23 jul. 2020. Disponível em <https://www.wsj.com/articles/too-interconnected-to-fail-11595523324> Acesso em 20 abr. 2023.

²⁰⁴ WELBURN, Jonathan William; STRONG, Aaron; NEKOUL, Florentine Eloundou; et al. **Systemic Risk in the Broad Economy**. Interfirm Networks and Shocks in the U.S. Economy. Rand Corporation, 2020. Disponível em https://www.rand.org/pubs/research_reports/RR4185.html Acesso em 20 abr. 2023.

clientes e fornecedores abaixo dos 10% e os fluxos de fato de bens e serviços através de cada conexão. Diante desses dados ausentes, os pesquisadores realizaram a pesquisa utilizando técnicas de inferência.

Referida pesquisa identificou que, dentre as empresas que poderiam causar problemas sistêmicos, encontram-se a já citada Amazon, a AT&T, o Walmart, a Apple e a empresa de saúde CVS Health Corporation²⁰⁵. Especificamente sobre a Amazon, os autores afirmam:

[...] o crescimento no sector tecnológico ao longo da última década contribuiu para novas formas de risco sistémico. Nenhuma empresa representa melhor a mudança no risco sistémico do que a Amazon e o seu serviço de computação em nuvem cada vez mais difundido, Amazon Web Services (AWS), um ponto ilustrado através dos esforços deste relatório. A centralidade da Amazon nas redes de produção tradicionais estava apenas a emergir na altura da crise de 2008. Agora, a sua centralidade nas redes digitais que sustentam diversas empresas e até mesmo instituições públicas fornece um exemplo do potencial do risco sistémico na economia em geral, [...].²⁰⁶ (tradução nossa)

A análise realizada é um passo importante para entender esses problemas e suas origens potenciais em diversos setores da economia, e indicam que as empresas que representam risco sistêmico têm mais heterogeneidade do que o foco nas instituições financeiras levou muitos a acreditar.

Conforme o estudo de impacto econômico divulgado pela própria AWS (AWS Economic Impact Study) em 2023, a estimativa da empresa é que ela sozinha contribuiu com U\$37,69 bilhões do Produto Interno Bruto (PIB) estadunidense e os

²⁰⁵ WELBURN, Jonathan William; STRONG, Aaron; NEKOUL, Florentine Eloundou; et al. **Systemic Risk in the Broad Economy**. Interfirm Networks and Shocks in the U.S. Economy. Rand Corporation, 2020. Disponível em https://www.rand.org/pubs/research_reports/RR4185.html Acesso em 20 abr. 2023.

²⁰⁶ “growth in the technology sector over the past decade has contributed to new forms of systemic risk. No firm epitomizes the shift in systemic risk more than Amazon and its increasingly widespread cloud computing service, Amazon Web Services (AWS), a point illustrated through the efforts of this report. Amazon’s centrality in traditional production networks was just emerging at the time of the 2008 crisis. Now, its centrality in digital networks underpinning diverse firms and even public institutions provides an example of the potential of systemic risk in the broad economy”. WELBURN, Jonathan William; STRONG, Aaron; NEKOUL, Florentine Eloundou; et al. **Systemic Risk in the Broad Economy**. Interfirm Networks and Shocks in the U.S. Economy. Rand Corporation, 2020. Disponível em https://www.rand.org/pubs/research_reports/RR4185.html Acesso em 20 abr. 2023.

gastos da empresa naquele país criaram uma produção total estimada de US\$ 65,15 bilhões para empresas locais.²⁰⁷

Como apresentam Welburn, Strong e os demais pesquisadores, “muitas das empresas mais centrais – e, portanto, empresas que representam o risco de maiores perdas agregadas após um choque idiosincrático – são de tamanhos variados e em setores variados”²⁰⁸. Além disso, “algumas empresas têm um impacto desproporcional na economia por meio de um efeito multiplicador gerado pelos laços de rede”²⁰⁹.

Ademais, outro estudo que vale citar é o realizado por Juho Vuojela e Alberto Rascon e publicado em início de 2022, intitulado “*Too Big to Fail Applied to Non-Financial Companies*”, no qual investigaram algumas empresas que poderiam ser tidas como grandes demais para quebrar no âmbito da União Europeia e Reino Unido.

Para tanto, se serviram de análises qualitativas e de metodologia utilizando os princípios da regulação especial dos Estados Unidos sobre as instituições financeiras, e concluíram que a Volkswagen e a Royal Dutch Shell poderiam ser enquadradas na referida categoria, já que a primeira emprega na Alemanha um significativo número de pessoas que dependem do seu funcionamento para sobreviverem, e a segunda cuja falência levaria ao colapso da Bolsa de Valores de Londres.²¹⁰

Ainda nesse sentido, vale nos referirmos também a Agustín Carstens, gerente geral do *Bank for International Settlements* (BIS), o qual, no início de 2023, afirmou a necessidade de uma regulação mais abrangente e de âmbito internacional sobre as

²⁰⁷ AWS. AWS Economic Impact Study. 2023. Disponível em <https://assets.aboutamazon.com/58/65/29ea168a4839979aa779700ba42c/aws-us-eis-2023.pdf> Acesso em 20 out. 2023.

²⁰⁸ “many of the most central firms—and thereby firms posing the risk of largest aggregate losses following an idiosyncratic shock—are of varying sizes and in varying industries”. In: WELBURN, Jonathan William; STRONG, Aaron; NEKOUL, Florentine Eloundou; et al. **Systemic Risk in the Broad Economy**. Interfirm Networks and Shocks in the U.S. Economy. Rand Corporation, 2020. Disponível em https://www.rand.org/pubs/research_reports/RR4185.html Acesso em 20 abr. 2023.

²⁰⁹ “some firms have a disproportionate impact on the economy through a multiplier effect borne out of network ties”. In: WELBURN, Jonathan William; STRONG, Aaron; NEKOUL, Florentine Eloundou; et al. **Systemic Risk in the Broad Economy**. Interfirm Networks and Shocks in the U.S. Economy. Rand Corporation, 2020. Disponível em https://www.rand.org/pubs/research_reports/RR4185.html Acesso em 20 abr. 2023.

²¹⁰ VUOJELA, Juho; RASCON, Alberto. Too Big to Fail Applied to Non-Financial Companies. **Resilienz durch Organisationsentwicklung**. 21 mai. 2022. Disponível em: https://link.springer.com/chapter/10.1007/978-3-658-36022-1_13 Acesso em 20 abr. 2023.

empresas *too big to fail*, salientando que as estruturas regulatórias existentes não são adequadas para *Big Techs* como Amazon, Apple e Google, as quais devem ser objeto de preocupação tanto quanto as instituições financeiras, tendo em vista os possíveis efeitos de transbordamento em todas as atividades que essas empresas realizam ou em suas potenciais relevâncias sistêmicas e a capacidade de interferirem diretamente na estabilidade financeira, não só estadunidense como em esfera mundial²¹¹. Neste sentido, já afirmou, ainda em 1970, Fábio Konder Comparato que “toda macrocompanhia tende, por si mesma, a assumir poderes e responsabilidade de direito público”²¹².

Carstens entende, então, a necessidade de “abordagens alternativas como base para uma estrutura regulatória que tenta mudar de regras e diretrizes ‘baseadas em atividades’ para ‘baseadas em entidades’”²¹³.

Além de Carstens, a preocupação sobre as demais empresas não financeiras serem qualificadas como *too big to fail* é reconhecida por outros atores do mercado financeiro, como por exemplo Michael Kantrowitz, da empresa de investimentos de Wallstreet Cornerstone Macro:

“Nós sabíamos que o mercado de ações era um componente importante da economia por meio do efeito riqueza nos últimos 30 anos. A política do Fed e a redução das taxas de juros tornaram os mercados um componente maior da economia”, disse Kantrowitz. Ele acrescentou que “há menos ferramentas se um declínio do mercado tiver um impacto negativo na economia”, porque o Fed é “menos eficaz” e não pode reduzir ainda mais as taxas de juros.²¹⁴ (tradução nossa)

²¹¹ FARIDI, Omar. Big Techs: BIS Official Says Current Financial Regulations Not “Fit for Purpose”. **Crowdfund Insider**. 9 fev. 2023. Disponível em <https://www.crowdfundinsider.com/2023/02/202310-big-techs-bis-official-says-current-financial-regulations-not-fit-for-purpose/> Acesso em 20 abr. 2023.

²¹² COMPARATO, Fábio Konder. **Aspectos jurídicos da macroempresa**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1970, p. 88.

²¹³ “alternative approaches as a foundation for a regulatory framework that attempts to move away from ‘activity-based’ rules and guidelines to ‘entity-based’”. In: FARIDI, Omar. Big Techs: BIS Official Says Current Financial Regulations Not “Fit for Purpose”. **Crowdfund Insider**. 9 fev. 2023. Disponível em <https://www.crowdfundinsider.com/2023/02/202310-big-techs-bis-official-says-current-financial-regulations-not-fit-for-purpose/> Acesso em 20 abr. 2023.

²¹⁴ “We knew the stock market was an important component of the economy through the wealth effect and over the last 30 years. Fed policy and the reduction of interest rates have made markets ultimately a larger component of the economy’, Kantrowitz said. He added that ‘there’s fewer tools if a market decline has a negative impact on the economy’, because the Fed is ‘less effective’ and cannot lower interest rates further”. In: GRAFFEO, Emily. The strategist who called stocks ‘too big to fail’ says US

Em seus termos, “os americanos estão mais alavancados no mercado de ações do que nunca, e isso pode tornar as ações grandes demais para quebrar”²¹⁵. Assim, “hoje, mais do que nunca, é do interesse dos formuladores de políticas impedir que os preços das ações caiam”²¹⁶.

Nesse sentido, ainda em 1976, Comparato, em seu livro intitulado “O poder de controle na Sociedade Anônima”, salienta que:

[...] [na microempresa] ainda se pode reconhecer a primazia do interesse particular dos sócios – e mesmo a *affectio societatis* em seu relacionamento recíproco. No que tange, porém, à macrocompanhia de capital aberto, isto é impossível. Além dos interesses dos acionistas, que já não são homogêneos, deve aduzir-se o dos empregados e colaboradores autônomos da empresa, o da comunidade em que atua e o próprio interesse nacional, por vezes.²¹⁷

Vale nos referirmos também ao estudo de Bruno Ferra Basso, que, em sua tese de doutorado, abordou especificamente o poder das “macroempresas”, definindo-as como grandes “não simplesmente por sua dimensão, mas particularmente pelo poder econômico que detém”²¹⁸.

Com o enfoque em empresas não financeiras, no que diz respeito ao “poder econômico”, Basso o define como “a capacidade de tomar uma decisão sobre uma

wealth and income is dangerously tied to a market that's at record valuations. **Business Insider**. 11 ago. 2020. Disponível em <https://www.businessinsider.in/stock-market/news/the-strategist-who-called-stocks-too-big-to-fail-says-us-wealth-and-income-is-dangerously-tied-to-a-market-thats-at-record-valuations/articleshow/77471357.cms> Acesso em 20 abr. 2023.

²¹⁵ “Americans are more leveraged to the stock market than ever before, and it might make equities “too big to fail”. In: WINCK, Ben. Stocks may be ‘too big to fail’ as Main Street fixates on market moves, strategist says. **Market Insider**. 4 ago. 2020. Disponível em <https://markets.businessinsider.com/news/stocks/stock-market-outlook-prices-too-big-to-fail-stimulus-strategist-2020-8-1029468815> Acesso em 20 abr. 2023.

²¹⁶ “Today, more than ever, it's in policymakers' best interest to keep stock prices from falling!” In: WINCK, Ben. Stocks may be ‘too big to fail’ as Main Street fixates on market moves, strategist says. **Market Insider**. 4 ago. 2020. Disponível em <https://markets.businessinsider.com/news/stocks/stock-market-outlook-prices-too-big-to-fail-stimulus-strategist-2020-8-1029468815> Acesso em 20 abr. 2023.

²¹⁷ COMPARATO, Fábio Konder. **O poder de controle na Sociedade Anônima**. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1983, p. 394-395.

²¹⁸ BASSO, Bruno Ferraz. **Macroempresa e soberania econômica nacional: um estudo de Direito Econômico**. 2018. Tese (Doutorado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, p. 1.

conduta própria ou de impor sua vontade sobre a conduta de outrem que afete de modo significativo a estabilidade e os rumos da economia”²¹⁹. Explica o autor, então:

Por um lado, a atividade econômica de grandes empresas tende a se identificar com a atividade da própria economia, em razão da relevância que aquelas têm para esta. Trata-se de um manifesto fenômeno em que a parte se aproxima do todo e em que a sinal de que está nas mãos daquela. Ver-se-á que, seja uma gestão a levar a empresa para uma crise, seja também uma decisão sobre qual direção a mesma deve seguir, a economia como um todo sofrerá, em ambas as situações, os impactos do exercício do poder de controle na macro empresa.²²⁰

Especificamente no Brasil, um exemplo de regulação de setor de grande impacto econômico no país, a fim de evitar riscos sistêmicos e aos seus beneficiários, é a Resolução Normativa 316/2012 da Agência Nacional de Saúde Suplementar (ANS). Essa normativa dispõe sobre os regimes de direção fiscal e de liquidação extrajudicial sobre as operadoras de planos de assistência à saúde. Em seu texto, determina que o regime especial de direção fiscal poderá ser instaurado quando forem detectadas anormalidades econômico-financeiras ou administrativas graves que coloquem em risco a continuidade ou a qualidade do atendimento à saúde, enunciando como “anormalidades”, em rol não taxativo, por exemplo quando a totalidade do ativo estiver em valor inferior ao passivo exigível; ocorrerem desequilíbrios estruturais na relação entre ativos e passivos de curto prazo que comprometam a liquidez; inadequação às regras de garantias financeiras e ativos garantidores; inadimplência contumaz com o pagamento aos prestadores; ou forem apresentadas deficiência de controles internos, inconsistências, erros ou omissões em informações contábeis que prejudiquem a avaliação da situação econômico-financeira (art. 2º).

Da mesma forma, o rigor do controle sobre essas anormalidades pode ser identificado mediante a previsão pela Resolução de instituição do referido regime especial de direção fiscal pela Agência se as operadoras, por qualquer conduta ou

²¹⁹ BASSO, Bruno Ferraz. **Macroempresa e soberania econômica nacional: um estudo de Direito Econômico**. 2018. Tese (Doutorado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, p. 7.

²²⁰ BASSO, Bruno Ferraz. **Macroempresa e soberania econômica nacional: um estudo de Direito Econômico**. 2018. Tese (Doutorado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, p. 6.

omissão, impuserem injustificadas dificuldades ao exercício das atividades de acompanhamento ou monitoramento econômico-financeiro da ANS (art. 2º).

Essa Resolução foi revogada pela Resolução Normativa 522/2022, mas esta última manteve tais critérios. Prevê, ainda, se persistir a necessidade de acompanhamento presencial das atividades da operadora, a possibilidade de novo regime de direção fiscal (art. 3º).

O regime de direção fiscal, assim, será conduzido por diretor fiscal, sem poderes de gestão (art. 5º), competente para, dentre outros instrumentos, determinar a apresentação pela operadora de Programa de Saneamento com ações e metas que visem à sua recuperação econômico-financeira (art. 6º), a fim de solucionar as anormalidades econômico-financeiras identificadas no curso da direção fiscal (art. 8º).

O cumprimento do Programa de Saneamento se dará, com retorno ao acompanhamento regular, quando, entre outros requisitos, houver a reversão integral das anormalidades (art. 10, §3º), e a liquidação extrajudicial da operadora poderá ser decretada pela ANS, quando verificada, dentre as situações previstas, indícios de dissolução irregular e o não alcance dos objetivos de saneamento das anormalidades econômico-financeiras ou administrativas graves (art. 17), podendo ser decretada por extensão sobre pessoas jurídicas que tenham integração de atividade ou vínculo de interesse com a liquidanda, ainda que não atuem no mercado da saúde suplementar (art. 25). Vale apontar também que, em determinadas hipóteses, a Diretoria Colegiada da ANS poderá autorizar o liquidante a requerer a falência ou insolvência civil da liquidanda no curso da liquidação extrajudicial (art. 34).

Tal Resolução vem, assim, trazer normativas para regular e controlar empresas de setor da economia nacional de grande impacto para todo o mercado e em constante expansão, com previsão de atuação direta da Agência no controle fiscal e orçamentário dessas empresas. Levantamento divulgado pela ANS em janeiro de 2024 revela que o setor de operadoras de planos de assistência à saúde totalizou, em dezembro de 2023, mais de 50 milhões de usuários de planos de assistência médica,

e engloba 680 operadoras ativas médico-hospitalares com beneficiários²²¹, números esses que servem de fundamento para a existência dessa Resolução e do controle público sobre a saúde econômico-financeira dessas empresas.

Também no Brasil, vale nos referirmos ao caso das empresas vinculadas à operação da lava-jato, iniciada em 2014. Cabe apresentá-lo a fim de exemplificar o alcance do impacto na economia gerado por grandes empresas.

Referida operação causou forte impacto econômico no país, por diversos motivos, inclusive pelos:

[...] efeitos nas expectativas dos demais agentes econômicos do país, uma vez que as empresas envolvidas na operação empregam um grande número de funcionários, adquirem muitos produtos e serviços de um grande número de empresas fornecedoras e são tomadores de um volume significativo de recursos dos bancos públicos e privados.²²²

No ano de 2014, diante da investigação pelo crime de *bid rigging*, conluio entre concorrentes em um esquema de fraude em licitação estatal, vinte e três empresas tiveram sua inscrição no registro cadastral da Petrobrás suspensa cautelarmente, tendo em vista que, mesmo ainda não tivessem sido condenadas, tal inscrição poderia ser cancelada pela existência de *fumus boni iuris* e *periculum in mora* pela falta “de cumprimento de condições ou normas legais ou contratuais”.²²³

Conforme disposição 4.9.2 do Decreto 2.745/98, que aprova o Regulamento do Procedimento Licitatório Simplificado da Petrobrás, “a firma que tiver suspensa a inscrição cadastral não poderá celebrar contratos com a Petrobrás, nem obter adjudicação de obra, serviço ou fornecimento, enquanto durar a suspensão”.

Também, o BNDES suspendeu os desembolsos de empréstimos para exportação de bens e serviços de engenharia que já tinham sido contratados antes da

²²¹ GANDRA, Alana. Número de usuários de planos de saúde passa de 51 milhões em 2023. **Agência Brasil**. 24 jan. 2024. Disponível em <https://agenciabrasil.ebc.com.br/saude/noticia/2024-01/numero-de-usuarios-de-planos-de-saude-passa-de-51-milhoes-em-2023> Acesso em 29 mar. 2024.

²²² ESCOLA de Administração Fazendária. **Fórum Fiscal dos Estados Brasileiros**: programa de estudos. Brasília: Esaf, 2016, p. 259.

²²³ BASSO, Bruno Ferraz. **Macroempresa e soberania econômica nacional: um estudo de Direito Econômico**. 2018. Tese (Doutorado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, p. 34.

operação. “Além disso, o BNDES estabeleceu políticas mais rígidas para os desembolsos futuros. Com essas medidas, US\$ 11 bilhões (valor equivalente hoje a cerca de R\$ 57,5 bilhões), que estavam contratados, não foram liberados”²²⁴.

Ainda que diante da dificuldade de mensuração do impacto da suspensão e cancelamento de contratos e suas respectivas obras e serviços, e da também complexa mensuração sobre o impacto em toda a cadeia produtiva da Petrobrás e de todas as empresas investigadas pela operação, algumas estimativas foram feitas à época sobre o choque na economia causado pela lava-jato.

Em 2015, em reunião com ministros no Palácio do Planalto, a então presidente Dilma Rouseff afirmou que os efeitos negativos da lava-jato sobre a economia seriam “responsáveis pela queda de um ponto percentual do PIB”²²⁵.

João Sicsú, ex-diretor de Políticas e Estudos Macroeconômicos do IPEA, salientou em 2017 que os efeitos da Lava Jato “começam nas empresas envolvidas pela operação, mas se espalham por toda a economia chegando até o mercado informal de trabalho (por exemplo, quando o desempregado egresso da OAS dispensa os trabalhos da sua diarista).” Informa ainda que a Petrobras na época realizava investimentos que representavam 2% do PIB e o conjunto das empreiteiras envolvidas pela operação lava-jato faziam investimentos da ordem de 2,8% do PIB²²⁶. “A influência dessas empresas sobre o resultado econômico global é significativo”²²⁷. E continua:

A queda abrupta das atividades da Petrobras e das empreiteiras envolvidas pela operação [lava-jato], nos últimos anos, fechou direta ou indiretamente inúmeros postos de trabalho na indústria e na construção civil. São quase 3 milhões de trabalhadores demitidos nesses dois setores, em 2015 e 2016. [...] Algumas consultorias divulgaram estudos que avaliam que do resultado negativo do PIB de

²²⁴ BNDES. **O BNDES e a Lava Jato**. Disponível em <https://aberto.bnDES.gov.br/aberto/caso/lava-jato/> Acesso em 20 out. 2023.

²²⁵ DIAS, Marina; CRUZ, Valdo. Efeitos ruins da Lava Jato derrubaram 1 ponto do PIB, diz Dilma a ministros. **Folha de S. Paulo**. 27 jul. 2015. Disponível em <https://www1.folha.uol.com.br/poder/2015/07/1661139-lava-jato-derrubou-1-ponto-do-pib-diz-dilma-a-ministros.shtml> Acesso em 20 out. 2023.

²²⁶ SICSÚ, João. Quantos empregos custa a Lava Jato? **Carta Capital**. 27 mar. 2017. Disponível em <https://www.cartacapital.com.br/opiniao/quantos-empregos-custa-a-lava-jato/> Acesso em 20 out. 2023.

²²⁷ SICSÚ, João. Quantos empregos custa a Lava Jato? **Carta Capital**. 27 mar. 2017. Disponível em <https://www.cartacapital.com.br/opiniao/quantos-empregos-custa-a-lava-jato/> Acesso em 20 out. 2023.

3,8% em 2015 e de 3,6% em 2016, estima-se que a operação é responsável por entre 2 e 2,5 pontos percentuais da queda de cada ano. Em outras palavras, se não fosse a Lava Jato, a recessão de cada ano teria sido algo em torno de 1,5%. [...] A taxa de desemprego no fim de 2016 não teria sido 12%, mas estaria entre 8 e 9%. O número de desempregados, em dezembro de 2016, não teria sido de 12,3 milhões de trabalhadores, mas seria algo entre 8 e 9 milhões.²²⁸

Um segundo caso que vale nos referirmos é representativo do impacto financeiro em cadeia que grandes agentes econômicos podem ocasionar. A empresa de varejo Americanas, em janeiro de 2023, declarou haver falha na sua contabilidade, apresentando inconsistências fiscais de R\$ 20 bilhões e uma dívida de R\$ 43 bilhões²²⁹. A Americanas, então, entrou em recuperação judicial, o caso gerou suspeitas de fraude e está sendo investigado, com uma Comissão Parlamentar de Inquérito instalada em maio para apurar o assunto. As inconsistências contábeis viriam de operações de risco-sacado, que são “adiantamentos a fornecedores por meio de empréstimos feitos pela Americanas com bancos ou FIDCs” (Fundos de Investimento em Direitos Creditórios, não registradas ou registradas incorretamente).²³⁰

No dia seguinte da revelação das inconsistências, as ações da empresa desvalorizaram em 77,33% e ela perdeu R\$ 8,37 bilhões em valor de mercado.

O Nu Reserva Imediata, fundo de renda fixa do Nubank, indicado para reserva de emergência e maior da categoria em número de cotistas, tinha cerca de 1% do portfólio aplicado em debêntures da Americanas, registrando, após a crise, retorno negativo e, em 5 dias após a descoberta do rombo contábil, o fundo perdeu 61,3 mil cotistas. Afetou igualmente fundos de renda fixa, que registraram prejuízos em função de também terem debêntures da Americanas em sua composição. Com base nas carteiras de setembro de 2022, pelo menos 140 aplicações da modalidade tinham

²²⁸ SICSÚ, João. Quantos empregos custa a Lava Jato? **Carta Capital**. 27 mar. 2017. Disponível em <https://www.cartacapital.com.br/opiniao/quantos-empregos-custa-a-lava-jato/> Acesso em 20 out. 2023.

²²⁹ CLAVERY, Elisa; LIMA, Kevin. CPI das Americanas aprova relatório final sem pedir indiciamentos e sofre críticas de deputados. **G1**. 26 set. 2023. Disponível em <https://g1.globo.com/politica/noticia/2023/09/26/cpi-das-americanas-aprova-relatorio-final-sem-pedir-indiciamentos-e-sofre-criticas-de-deputados.ghtml> Acesso em 19 out. 2023.

²³⁰ ANDRADE, Jenne. Americanas (AMER3) em números: os impactos da crise no mercado. **Estadão**. 14 fev. 2023. Disponível em <https://einvestidor.estadao.com.br/negocios/americanas-amer3-em-numeros-impactos-no-mercado/> Acesso em 19 out. 2023.

esses títulos no portfólio. Além disso, a Americanas declarou ter cerca de 9,6 mil credores. Somente para os credores da Classe que inclui bancos e fornecedores, a varejista deve R\$ 42,3 bilhões. Em fevereiro de 2023, as dívidas da empresa com os bancos Bradesco, BTG, Banco do Brasil (BBAS3) e Santander, somavam R\$ 15,2 bilhões.²³¹

É necessário destacar, afinal, que, mesmo com o relevante impacto no mercado que a Americanas ocasionou pela sua crise, afirmar que ela seria uma empresa que se enquadraria como *too big to fail* é questão ainda a ser debatida tanto no âmbito acadêmico quanto político, principalmente tendo em vista que as pesquisas existentes em torno dos métodos²³² possíveis para classificação de uma empresa como TBTF podem variar consideravelmente, além de serem escassas, já que há uma ausência de dados públicos disponíveis sobre as grandes empresas que não instituições financeiras²³³. Estas últimas estão inseridas em um contexto de alta regulação e que demanda uma exposição muito maior de dados ao poder público e aos cidadãos em geral. Para as grandes empresas fora do setor financeiro, por outro lado, não há esse nível de demanda, mesmo enquanto sociedades anônimas, inclusive nos Estados Unidos e na Europa, locais em que as pesquisas sobre o *too big to fail* se desenvolveram mais até o momento, como aquelas aqui neste trabalho apresentadas.

Por fim, vale destacar o caso mais recente, em 19 de julho de 2024, quando ocorreu uma paralisação tecnológica global por conta de uma falha em um código de atualização de conteúdo de software da empresa CrowdStrike, empresa relevante no setor de segurança cibernética, que “fornece serviços de cibersegurança para algumas das maiores empresas do mundo com o objetivo de encontrar falhas em

²³¹ CLAVERY, Elisa; LIMA, Kevin. CPI das Americanas aprova relatório final sem pedir indiciamentos e sofre críticas de deputados. **G1**. 26 set. 2023. Disponível em <https://g1.globo.com/politica/noticia/2023/09/26/cpi-das-americanas-aprova-relatorio-final-sem-pedir-indiciamentos-e-sofre-criticas-de-deputados.ghtml> Acesso em 19 out. 2023.

²³² A variação dos métodos de classificação varia, por exemplo, conforme pode-se verificar pelas pesquisas já realizadas e neste trabalho apresentadas.

²³³ Essa dificuldade na obtenção de dados foi exposta, por exemplo, na já referida pesquisa: WELBURN, Jonathan William; STRONG, Aaron; NEKOUL, Florentine Eloundou; et al. **Systemic Risk in the Broad Economy**. Interfirm Networks and Shocks in the U.S. Economy. Rand Corporation, 2020. Disponível em https://www.rand.org/pubs/research_reports/RR4185.html Acesso em 20 abr. 2023.

sistemas digitais e evitar ataques de hackers"²³⁴. Tal erro da empresa levou a um apagão cibernético provocando cancelamentos e atrasos em voos, além de serviços bancários, de comunicação e diversos outros serviços ao redor do mundo:

[...] o que parece ser a “maior interrupção de TI da história”, levou ao cancelamento de mais de 5.000 voos de companhias aéreas comerciais em todo o mundo e interrompeu negócios, desde vendas no varejo até entregas de pacotes e procedimentos em hospitais, custando receita, tempo e produtividade da equipe.²³⁵

Como informado no mesmo dia da ocorrência do evento pela mídia, ao relatar os impactos do erro da referida empresa:

As companhias aéreas American Airlines, United e Delta, as principais dos Estados Unidos, chegaram a paralisar todos os voos. Mais de 1.400 voos foram cancelados somente nos EUA, e outros 4.000 sofreram atrasos, [...]. No Brasil, usuários reclamam que apps de bancos estão fora do ar. Bolsas de valores em todo o mundo tiveram intercorrências nas operações. [...] No Brasil, o Aeroporto de Viracopos confirmou que o apagão afetou o sistema da Azul Linhas Aéreas, que opera a maior parte dos voos no terminal. [...] A Eurowings, subsidiária da companhia aérea alemã Lufthansa para voos na Europa, disse que todos os voos domésticos e entre Alemanha e Reino Unido foram cancelados até as 15h no horário local (10h no Brasil). Problemas técnicos foram reportados nos maiores aeroportos da Europa e na Índia, com atrasos de voos. Em Berlim, na Alemanha, todas as decolagens ficaram suspensas por algumas horas. No aeroporto de Singapura, um dos maiores do mundo, diversas companhias aéreas estão fazendo o check-in de forma manual. [...] Na Austrália, a rede estatal ABC está com a programação totalmente paralisada, e a Sky News Australia está parcialmente fora do ar. Outros problemas de tecnologia foram reportados ao redor do mundo. Nos Estados Unidos, o serviço de emergência 911 ficou fora do ar no Alasca. Serviços bancários e de mídia da Austrália foram afetados, sendo que algumas lojas fecharam temporariamente. Alguns bancos da Nova Zelândia também ficaram fora do ar. No Reino Unido, o serviço de trem disse que foi afetado e pode enfrentar cancelamentos. Sistemas de computadores do serviço público de saúde caíram, como o de agendamento de consultas e o de farmácias. Na Alemanha, cirurgias eletivas foram canceladas em dois hospitais. No continente africano, um dos maiores bancos da África do Sul anunciou que enfrenta problemas, com todos os serviços afetados nacionalmente. Na França, o comitê organizador dos Jogos Olímpicos

²³⁴ BISCHOFF, Wesley. Apagão cibernético atrasa voos e prejudica serviços bancários e de comunicação ao redor do mundo. **G1**. 19 jul. 2024. Disponível em <https://g1.globo.com/mundo/noticia/2024/07/19/problema-tecnico-voos-global-estados-unidos.ghtml> Acesso em 23 jul. 2024.

²³⁵ ISIDORE, Chris. Prejuízo do apagão global pode chegar a US\$ 1 bilhão; saiba quem pagará essa conta. **CNN Brasil**. 21 jul. 2024. Disponível em <https://www.cnnbrasil.com.br/economia/macroeconomia/prejuizo-do-apagao-global-pode-chegar-a-us-1-bilhao-saiba-quem-pagara-essa-conta/> Acesso em 23 jul. 2024.

de Paris informou que enfrenta alguns problemas de TI, a uma semana do início das competições.²³⁶

Patrick Anderson, CEO do Anderson Economic Group, empresa de pesquisa especializada em estimar o custo econômico de eventos como greves e outras interrupções de negócios, informou que os custos ocasionados por essa interrupção sem precedentes podem facilmente ultrapassar US\$ 1 bilhão²³⁷. Em suas palavras, essa interrupção “está afetando um número muito maior de consumidores e empresas de uma forma que varia de inconveniência a sérias interrupções e resultou em custos do próprio bolso que não poderão ser recuperados facilmente”²³⁸. Vale também se atentar que, “apesar do domínio da CrowdStrike no campo da segurança cibernética, sua receita é de pouco menos de US\$ 4 bilhões por ano”, ou seja, receita relativamente pequena, se comparada àquelas empresas mencionadas anteriormente, mas cuja alta interconectividade com os sistemas informacionais e comunicacionais tecnológicos em âmbito mundial é inegável.

Apresentar esses casos, ademais, é essencial para se perceber que a ausência de controle público e de transparência de informações sobre grandes empresas fora do mercado financeiro, grandes não só em tamanho de receita, mas também por outros critérios, como a interconectividade, pode gerar problemas sistêmicos tão ou mais sérios do que a crise imobiliária estadunidense levou, está a qual, como também demonstrado, ainda produz efeitos substanciais na economia global, alterando fundamentalmente as políticas monetárias implementadas e o rigor sobre a regulamentação das instituições bancárias.

²³⁶ BISCHOFF, Wesley. Apagão cibernético atrasa voos e prejudica serviços bancários e de comunicação ao redor do mundo. **G1**. 19 jul. 2024. Disponível em <https://g1.globo.com/mundo/noticia/2024/07/19/problema-tecnico-voos-global-estados-unidos.ghhtml> Acesso em 23 jul. 2024.

²³⁷ ISIDORE, Chris. Prejuízo do apagão global pode chegar a US\$ 1 bilhão; saiba quem pagará essa conta. **CNN Brasil**. 21 jul. 2024. Disponível em <https://www.cnnbrasil.com.br/economia/macroeconomia/prejuizo-do-apagao-global-pode-chegar-a-us-1-bilhao-saiba-quem-pagara-essa-conta/> Acesso em 23 jul. 2024.

²³⁸ ISIDORE, Chris. Prejuízo do apagão global pode chegar a US\$ 1 bilhão; saiba quem pagará essa conta. **CNN Brasil**. 21 jul. 2024. Disponível em <https://www.cnnbrasil.com.br/economia/macroeconomia/prejuizo-do-apagao-global-pode-chegar-a-us-1-bilhao-saiba-quem-pagara-essa-conta/> Acesso em 23 jul. 2024.

CONCLUSÃO

Como foi visto, a definição de mercado financeiro atravessa diversos conceitos, os quais estão diretamente correlacionados com o âmbito de estudo e pesquisa a ser realizado. Nesse sentido, foi utilizada a noção desse mercado em sentido amplo e em sentido estrito, abrangendo este, enquanto estruturado sobre os produtos de investimentos relacionados às instituições financeiras, e o mercado de capitais enquanto aquele relacionado às ações negociadas em bolsas de valores.

Estabeleceu-se mundialmente, de maneira majoritária, a ausência de lastro oficial, especialmente nos Estados Unidos, Zona do Euro e Brasil, fazendo da moeda instrumento que está balizado pela confiança no seu poder de compra e pela sua escassez, controlada esta pela oferta e demanda regulada pelos Bancos Centrais. Especificamente no Brasil, o caráter fiduciário do Real ficou firmado definitivamente pela Lei 13.820 de 2019, ainda em vigor, quando foram completamente extintas as garantias e decisões vigentes quanto à sua paridade.

Junto à queda do lastro, as ações das políticas monetárias e dos Bancos Centrais pelo mundo tiveram como base de fundamentação a denominada Teoria Quantitativa da Moeda, a qual foi debatida em face da teoria keynesiana, mas que se consolidou como doutrina primária a embasar as políticas convencionais dos Estados em torno da moeda, do juros e sua taxa base, das instituições financeiras e todo o arcabouço político e jurídico que compõem a imensa maioria das ações programáticas e prescritivas até a crise de 2008 iniciada nos Estados Unidos.

A partir de então, referidas políticas convencionais, ou denominadas também de ortodoxas, começaram a vigor juntamente a outras políticas, heterodoxas, de condução do Sistema Financeiro e do respectivo planejamento estatal.

Ou seja, junto do que já se promovia conforme a Teoria Quantitativa da Moeda, os parâmetros estabelecidos pelo renomado documento intitulado *Modern Money Mechanics* e acadêmicos e demais profissionais tradicionais do setor, inauguraram-se ações heterodoxas, sendo as principais: (i) a redução drástica das taxas de juros a pontos próximos de zero ou negativos, (ii) a adoção do critério das empresas too big

to fail, (iii) a transparência e o controle dos Bacens, enfatizados pelo *Forward Guidance*, e (iv) as políticas de afrouxamento quantitativo.

Essas políticas heterodoxas foram primeiramente aplicadas em conjunto no cenário de crise japonês iniciado em 1990. Como se mostra, esse cenário é relevante, pois é momento em que se assume a necessidade de extração do regime político monetário convencional até então vigente a fim de enfrentar as novas problemáticas advindas tanto da globalização quanto do aumento da participação das empresas privadas e do investimento em ações no contexto financeiro nacional e internacional.

Vale dizer, ademais, que essa mudança de foco se figurou mais relevante com a crise imobiliária e dos *subprimes* estadunidense, já que é clara a maior internacionalização econômica desse país do que a do Japão, avançando inclusive para a Europa e para países em desenvolvimento ao redor do mundo, e, então, levando à criação de novos padrões de comportamento do mercado financeiro e à globalização dos instrumentos não convencionais, esses os quais, apesar de terem sido adotados no contexto japonês e, desde então, tal contexto poder servir como base histórica do início de tais formulações, inclusive com a política *too big to fail*, passaram a ser adotados em âmbito global.

Assim, o contexto mundial, em uma perspectiva histórica, que levou, afinal, à implantação das políticas monetárias heterodoxas, foi apresentado através do memorando *Sea Change* de Howard Stanley Marks, documento este que bem enuncia a mudança de paradigmas que se deu a partir da crise do petróleo da década de 1970, mudança essa que, mesmo não estando diretamente correlacionada à crise imobiliária estadunidense, fundou as bases teóricas, culturais e jurídicas do que viria a se configurar com o aumento da descrença no mercado financeiro e também o aumento exponencial da relevância mundial do mercado de capitais.

Em seguida, viu-se como as políticas monetárias heterodoxas foram aplicadas nos Estados Unidos, na Zona do Euro no Brasil, sendo que nos dois primeiros se deu de forma muito parecida, especialmente em relação à injeção de capital direto do Estado para as instituições financeiras, em forma de resgate, e a consolidação do que já havia sido implantado no Japão, mas agora em âmbito mundial, e veio a se chamar de políticas direcionadas a empresas *too big to fail*.

Inicialmente, esse termo foi utilizado para cunhar as instituições do mercado financeiro que eram grandes demais para falirem, sendo que sua quebra poderia levar a uma crise sistêmica da economia mundial como um todo.

Outro ponto em comum, neste caso também no Brasil, foi o crescimento em níveis inéditos do mercado de capitais e do investimento em ações, ocasionado especialmente pela percepção de fragilidade em torno das instituições financeiras, antes consideradas como agentes que garantiam investimentos extremamente sólidos, mas que, após a crise imobiliária, levaram ao interesse maior no investimento em outros nichos de mercado.

Com o crescimento do mercado de ações e do poder econômico, cultural e político de agentes econômicos privados fora do setor financeiro, atualmente o termo "*too big to fail*" se ampliou para acolher esses agentes, levando, contemporaneamente, à sustentação da proposta de que o mercado de capitais é um potencial ambiente que, se não controlado, pode levar, assim como as instituições financeiras, a cenários desastrosos para a economia mundial, não só em termos de política monetária, mas também de desemprego, fortes choques no balanço entre oferta e demanda de produtos e serviços, crises no escoamento de produção, interrupção de serviços essenciais, problemas comunicacionais de âmbito global, dentre outros fatores correlatos.

Por fim, como apresentado, diversas propostas avançaram no sentido de levar a noção das empresas grandes demais para quebrar para além das instituições financeiras, principalmente partindo de organismos internacionais e de manifestações políticas e acadêmico-científicas nos Estados Unidos. Alguns problemas, porém, se apresentam para tal enquadramento, sendo o principal a ausência de informações sobre os demais mercados, os quais, mesmo que em sua imensa maioria dizendo respeito a conglomerados econômicos com requisitos regulamentares de transparência pela abertura de seus negócios nas Bolsas de Valores, são ainda menos sujeitos à *accountability* e menos regulados do que as empresas do mercado financeiro propriamente dito.

De qualquer maneira, fica demonstrada a necessidade de avanço em pesquisas e debates nesse sentido, a fim de evitar tanto uma nova crise por conta de

ações impróprias de agentes econômicos privados, quanto a fim de trazer maior regulação e transparência aos atos dos grandes conglomerados com grande poderio econômico hoje estabelecidos nos mais diversos nichos de mercado.

REFERÊNCIAS

- AFONSO, Gara; BLANK, Michael; SANTOS, João A.C. Did the Dodd-Frank Act End 'Too Big to Fail'? **Liberty Street Economics**. 05 mar. 2018. Disponível em <https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2018/03/did-the-dodd-frank-act-end-too-big-to-fail/> Acesso em 11 abr. 2024.
- ANDRADE, Jenne. Americanas (AMER3) em números: os impactos da crise no mercado. **Estadão**. 14 fev. 2023. Disponível em <https://einvestidor.estadao.com.br/negocios/americanas-amer3-em-numeros-impactos-no-mercado/> Acesso em 19 out. 2023.
- ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. 12. ed. São Paulo: Atlas, 2014.
- BAER, Mônica; CINTRA, Marcos A. M.; STRACHMAN, Eduardo; TONETO JÚNIOR, Rudinei. Os desafios à reorganização de um padrão monetário internacional. **Revista Economia e Sociedade**, n. 4, p. 79-126, jun. 1995.
- BAKER, Dean; MCARTHUR, Travis. The Value of the "Too Big to Fail" Big Bank Subsidy. **Center for Economic and Policy Research**. Jan. 2009. Disponível em https://www.researchgate.net/profile/Dean-Baker-2/publication/46465053_The_Value_of_the_aToo_Big_to_Faila_Big_Bank_Subsidy/links/543bcaa60cf204cab1db3210/The-Value-of-the-aToo-Big-to-Faila-Big-Bank-Subsidy.pdf Acesso em 29 mar. 2024.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Banco Central do Brasil**. 2023. Disponível em: <https://dadosabertos.bcb.gov.br/> Acesso em 20 abr. 2023.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Estimação dos efeitos do forward guidance na curva de juros. Estudo Especial nº 101/2021. **Estudos Especiais do Banco Central**. 2021. Disponível em https://aprendervalor.bcb.gov.br/conteudo/relatorioinflacao/EstudosEspeciais/EE101_Estimação_dos_efeitos_do_forward_guidance_na_curva_de_juros.pdf Acesso em 20 abr. 2023.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Perguntas e Respostas – Recolhimentos Compulsórios**. 29 dez. 2022. Disponível em <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/faqcompulsorio> Acesso em 27 mar. 2024.

BASSO, Bruno Ferraz. **Macroempresa e soberania econômica nacional: um estudo de Direito Econômico**. 2018. Tese (Doutorado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo.

BERGER, Paulo Lamosa. **Mercado de renda fixa no Brasil**. Ênfase em títulos públicos. Rio de Janeiro: Editora Interciênciam, 2020.

BERNANKE, Ben S. Causes of the Recent Financial and Economic Crisis. **Federal Reserve**. 02 set. 2010. Disponível em <https://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20100902a.htm> Acesso em 09 abr. 2024.

BERNANKE, Ben S. **The New Tools of Monetary Policy American Economic Association Presidential Address**. 4 jan. 2020. Disponível em https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2019/12/Bernanke_ASSA_lecture.pdf Acesso em 20 abr. 2023.

BISCHOFF, Wesley. Apagão cibernético atrasa voos e prejudica serviços bancários e de comunicação ao redor do mundo. **G1**. 19 jul. 2024. Disponível em <https://g1.globo.com/mundo/noticia/2024/07/19/problema-tecnico-voos-global-estados-unidos.ghtml> Acesso em 23 jul. 2024.

BNDES. **O BNDES e a Lava Jato**. Disponível em <https://aberto.bnDES.gov.br/aberto/caso/lava-jato/> Acesso em 20 out. 2023.

BODIE, Zvi; KANE, Alex. MARCUS, Alan J. **Investimentos**. 8. ed. Porto Alegre: AMGH, 2010.

BORDO, Michael D.; EICHENGREEN, Barry. (eds.) **A Retrospective on the Bretton Woods System: Lessons for International Monetary Reform**. Chicago: University of Chicago Press, 1993.

BRAZ, Emerson Davi Pereira. De Bretton Woods ao Regime de Bandas Cambiais: Análise da taxa de Câmbio no Brasil de 2009 a 2019. **Revista Aurora**, v.13, n. 1, p. 59-76, Marília, jan./jun., 2020.

BUZER. **Gesetz zur Abschirmung von Risiken und zur Planung der Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten und Finanzgruppen**. 2013. Disponível em <https://www.buzer.de/s1.htm?g=2013I3090&f=1> Acesso em 09 abr. 2024.

CARLOS, Ruan. Número de pessoas que investem na bolsa por países. **Investidor 10**. 2 set. 2022. Disponível em <https://investidor10.com.br/conteudo/pessoas-que-investem-na-bolsa/> Acesso em 20 abr. 2023.

CAUSIN, Juliana. Empresas de tecnologia são as que mais crescem em valor de mercado no mundo, diz estudo. **Época Negócios**. 27 out. 2021. Disponível em <https://epocanegocios.globo.com/Tecnologia/noticia/2021/10/empresas-de-tecnologia-sao-que-mais-crescem-em-valor-de-mercado-no-mundo-diz-estudo.html> Acesso em 20 abr. 2023.

CAVALCANTI, Rodrigo de Camargo. Campeões Nacionais: o BNDES e o mandamento constitucional do Estado brasileiro consoante a regra matriz da ordem econômica. **Revista de Direito Público da Economia**, ano 13, n. 52, out./dez. 2015.

CLAVERY, Elisa; LIMA, Kevin. CPI das Americanas aprova relatório final sem pedir indiciamentos e sofre críticas de deputados. **G1**. 26 set. 2023. Disponível em <https://g1.globo.com/politica/noticia/2023/09/26/cpi-das-americanas-aprova-relatorio-final-sem-pedir-indiciamentos-e-sofre-criticas-de-deputados.ghtml> Acesso em 19 out. 2023.

COELHO, João Ricardo. Os institutos da intervenção e da liquidação extrajudicial de instituições financeiras: A atuação do Banco Central e as "quebras" ocorridas entre 1974 e 1984. **Revista de Ciência Política**, v. 28, p. 62-118, Rio de Janeiro, 1985.

COELHO, Rodrigo Lara Pinto. Shadow banking. Banco Central do Brasil. **4º Congresso Internacional de Gestão de Riscos – Febraban**. São Paulo, set. 2014. Disponível em <https://www.febraban.org.br/7Rof7SWg6qmyvwJcFwF7l0aSDf9jyV/sitefebraban/Audi torio%202%2030.09%20%2011%2030%20%20Shadow%20Banking%20- %20Rodrigo%20Lara%20Pinto%20Coelho%20-%20ok%20site.pdf> Acesso em 09 abr. 2024.

COMPARATO, Fábio Konder. **Aspectos jurídicos da macroempresa**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1970.

COMPARATO, Fábio Konder. **O poder de controle na Sociedade Anônima**. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1983.

CONFIDENCE CÂMBIO. Forward Guidance: o que é? **Travelex Bank**. 21 jan. 2021. Disponível em <https://www.travelexbank.com.br/blog/forward-guidance-o-que-e/> Acesso em 20 abr. 2023.

CONGRESS. **H.R.4173 - Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act**. 2010. Disponível em <https://www.congress.gov/bill/111th-congress/house-bill/4173/text> Acesso em 09 abr. 2024.

CONGRESSO NACIONAL. **Termo**: Despesa de Capital. 2023. Disponível em https://www.congressonacional.leg.br/legislacao-e-publicacoes/glossario-orcamento/-/orcamento/termo/despesa_de_capital Acesso em 20 abr. 2023.

CORAZZA, Gentil; KREMER, Rodrigo L. Friedman e o monetarismo: A Velha Teoria Quantitativa da Moeda e a Moderna Escola Monetarista. **Análise Econômica**, ano 21, n. 39, Porto Alegre, mar. 2003.

CORAZZARI, Ana Paula. **A regulação prudencial e “conjuntural” no mercado financeiro brasileiro nas crises bancárias (1990-2009)**. 2010. Monografia (Master of Laws em Mercado Financeiro e de Capitais) – Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo.

CUNHA FILHO, Marcelo de Castro. As bases institucionais da moeda. **Revista Estudos Institucionais**, v. 7, n. 1, pp. 419-441, jan./abr. 2021.

DALTO, Fabiano Abranches Silva. **Governo sempre cria moeda quando gasta, não existe financiamento alternativo**. Instituto de Finanças Funcionais para o Desenvolvimento (IFFD). Policy Note n. 3. Brasil, out. 2021.

DARAYA, Vanessa. Número de investidores na bolsa cresce 5 vezes em 10 anos. Como começar? **Exame.Invest**. 27 jan. 2021. Disponível em <https://exame.com/invest/btg-insights/numero-de-investidores-na-bolsa-cresce-5-vezes-em-10-anos-como-comecar/> Acesso em 20 abr. 2023.

DIAS, Marina; CRUZ, Valdo. Efeitos ruins da Lava Jato derrubaram 1 ponto do PIB, diz Dilma a ministros. **Folha de S. Paulo**. 27 jul. 2015. Disponível em <https://www1.folha.uol.com.br/poder/2015/07/1661139-lava-jato-derrubou-1-ponto-do-pib-diz-dilma-a-ministros.shtml> Acesso em 20 out. 2023.

DILLE, Grace. White House Edging Toward ‘Systemically Important’ Infrastructure Policy. **MeriTalk**. 11 nov. 2022. Disponível em <https://www.meritalk.com/articles/white-house-edging-toward-systemically-important-infrastructure-policy/> Acesso em 20 abr. 2023.

EBA. Other Systemically Important Institutions (O-SIIs). **European Banking Authority**. 2023. Disponível em <https://www.eba.europa.eu/risk-analysis-and-data/other-systemically-important-institutions-o-siis-> Acesso em 20 abr. 2023.

EDMONDS, Timothy. The Independent Commission on Banking: The Vickers Report. **House of Commons Library**, dez. 2013. Disponível em https://d1wqtxts1xzle7.cloudfront.net/54751125/Sir_John_Vickers_The_Independent_Commission_on_Banking_-_Bank_Ring_Fencing_2013_Report-libre.pdf Acesso em 29 mar. 2024.

ESCOLA de Administração Fazendária. **Fórum Fiscal dos Estados Brasileiros**: programa de estudos. Brasília: Esaf, 2016.

ESM. Who we are. **European Stability Mechanism**. 2023. Disponível em <https://www.esm.europa.eu/> Acesso em 20 abr. 2023.

ESTADÃO CONTEÚDO. Campos Neto diz que BC não pensa em criar forward guidance agora. **Exame.com**. 30 mar. 2023. Disponível em <https://exame.com/economia/campos-neto-diz-que-bc-nao-pensa-em-criar-forward-guidance-agora/> Acesso em 20 abr. 2023.

EUROPEAN COMMISSION. **High-level Expert group on reforming the structure of the EU banking sector presents its report**. 2 out. 2012. Disponível em https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_12_1048 Acesso em 09 abr. 2024.

EXAME. BNDES posterga oficialmente debêntures da Marfrig. **Exame.Invest**, 22 jan. 2014. Disponível em <https://exame.com/invest/mercados/bndes-posterga-oficialmente-debentures-da-marfrig-2/> Acesso em 19 abr. 2023.

FARBER, Amy. Historical Echoes: “Too Big to Fail” Is One Big Phrase. **Liberty Street Economics**. 05 out. 2012. Disponível em <https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2012/10/historical-echoes-too-big-to-fail-is-one-big-phrase/> Acesso em 25 jul. 2023.

FARHI, Maryse. Revelações da crise: moeda fiduciária e as relações tesouro/Banco Central. **Revista de Economia Política**, vol. 34, n. 3, pp. 396-412, jul./set. 2014.

FARIDI, Omar. Big Techs: BIS Official Says Current Financial Regulations Not “Fit for Purpose”. **Crowdfund Insider**. 9 fev. 2023. Disponível em <https://www.crowdfundinsider.com/2023/02/202310-big-techs-bis-official-says-current-financial-regulations-not-fit-for-purpose/> Acesso em 20 abr. 2023.

FDIC. **About**. 2024. Disponível em <https://www.fdic.gov/about/> Acesso em 11 abr. 2024.

FINANCIAL STABILITY BOARD. 2022 List of Global Systemically Important Banks (G-SIBs). **FSB**. 21 nov. 2022. Disponível em <https://www.fsb.org/2022/11/2022-list-of-global-systemically-important-banks-g-sibs/> Acesso em 20 abr. 2023.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro**: produtos e serviços. 15. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark Ed., 2002.

FRADE, Eduardo Silveira; IRIBURE JUNIOR, Hamilton da Cunha. A atuação do Banco Central do Brasil na superação da crise bancária: uma análise dos regimes especiais de intervenção. **Revista do Direito Público**, v. 15, n. 2, p. 71-90, Londrina, mai/ago. 2020.

FRAGA, Jefferson Souza; STRACHMAN, Eduardo. Crise financeira: o caso japonês. **Nova Economia**, vol. 23, n. 3, dez. 2013. Disponível em <https://www.scielo.br/> Acesso em 20 abr. 2023.

FRIEDMAN, Milton; COGAN, Phillip; KLEIN, John J.; LERNER, Eugene M.; SELDEN, Richard T. **Studies in the Quantity Theory of Money**. Chicago: University of Chicago Press, 1956.

FRIEDMAN, Sara. Rep. Gallagher identifies joint collaborative environment, 'SICI' legislation as top Solarium priorities. **Inside Defense**. 10 fev. 2023. Disponível em <https://insidedefense.com/daily-news/rep-gallagher-identifies-joint-collaborative-environment-sici-legislation-top-solarium> Acesso em 20 abr. 2023.

FUJII, Mariko; KAWAI, Masahiro. Lessons from Japan’s Banking Crisis, 1991–2005. **ADBI Working Paper 222**, jun. 2010. Disponível em <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/156077/adbi-wp222.pdf> Acesso em 11 abr. 2024.

GAGLIANO, Pablo Stolze; PAMPLONA FILHO, Rodolfo. **Novo curso de direito civil**, vol. 2: obrigações, 13.ed. São Paulo: Saraiva, 2012.

GANDRA, Alana. Número de usuários de planos de saúde passa de 51 milhões em 2023. **Agência Brasil**. 24 jan. 2024. Disponível em <https://agenciabrasil.ebc.com.br/saude/noticia/2024-01/numero-de-usuarios-de-planos-de-saude-passa-de-51-milhoes-em-2023> Acesso em 29 mar. 2024.

GLASS, Andrew. Bush bails out U.S. automakers. **Politico**. 19 dez. 2008. Disponível em <https://www.politico.com/story/2018/12/19/bush-bails-out-us-automakers-dec-19-2008-1066932> Acesso em 20 abr. 2023.

GOLDSTEIN, Morris; VÉRON, Nicolas. **Too big to fail: the transatlantic debate**. Bruegel Working Paper, fev. 2011. Disponível em http://aei.pitt.edu/15776/1/Nicolas_Veron_WP_Too_big_to_fail_2011_03.pdf Acesso em 20 abr. 2023.

GONÇALVES JUNIOR, Walter; EID JUNIOR, William. Surpresas com relação à política monetária e o mercado de capitais: evidências do caso brasileiro. **Brazilian Journal of Political Economy**, set. 2011. Disponível em <https://www.scielo.br/j/rep/a/kBFn73kPNZ4TqkZppQ76r7F/?lang=pt> Acesso em 20 abr. 2023.

GOVINFO. **Public Law 110 - 343 - Emergency Economic Stabilization Act of 2008**. 03 out. 2008. Disponível em <https://www.govinfo.gov/app/details/PLAW-110publ343> Acesso em 10 abr. 2024.

GRAFFEO, Emily. The strategist who called stocks 'too big to fail' says US wealth and income is dangerously tied to a market that's at record valuations. **Business Insider**. 11 ago. 2020. Disponível em <https://www.businessinsider.in/stock-market/news/the-strategist-who-called-stocks-too-big-to-fail-says-us-wealth-and-income-is-dangerously-tied-to-a-market-thats-at-record-valuations/articleshow/77471357.cms> Acesso em 20 abr. 2023.

GROS, Daniel. Too interconnected to fail = too big to fail: What's in a leverage ratio? **CEPS Commentary Thinking ahead for Europe**, 28 jan. 2010. Disponível em <https://www.researchgate.net/profile/Daniel-Gros-2/> Acesso em 20 abr. 2023.

GUSHIKEN, Amanda. Entenda o porquê de países europeus adotarem juros negativos. **Suno**. 17 fev. 2021. Disponível em <https://www.suno.com.br/> Acesso em 20 abr. 2023.

HARDIE, Iain; MACARTNEY, Huw. EU ring-fencing and the defence of too-big-to-fail banks. **West European Politics**, v. 39, n. 3: The Politics of Supranational Banking Supervision in Europe, 2016.

HARARI, Yuval Noah. **Sapiens**. Uma breve história da humanidade. São Paulo: Companhia das Letras, 2020.

INVESTOPEDIA. What Is Quantitative Easing (QE), and How Does It Work?

Investopedia. 3 ago. 2022. Disponível em

<https://www.investopedia.com/terms/q/quantitative-easing.asp> Acesso em 20 abr. 2023.

ISIDORE, Chris. Prejuízo do apagão global pode chegar a US\$ 1 bilhão; saiba quem pagará essa conta. **CNN Brasil.** 21 jul. 2024. Disponível em <https://www.cnnbrasil.com.br/economia/macroeconomia/prejuizo-do-apagao-global-pode-chegar-a-us-1-bilhao-saiba-quem-pagara-essa-conta/> Acesso em 23 jul. 2024.

KEYNES, John Maynard. **Teoria geral do emprego, do juro e da moeda.** São Paulo: Saraiva Uni, 2012.

KING, Angus; GALLAGHER, Mike. **Cyberspace Solarium Commission Legislative Proposals 2020.** Jul. 2020, p. 181. Disponível em <https://www.solarium.gov/report/legislative-proposals> Acesso em 20 abr. 2023.

KOTZ, H. David. SEC's Oversight of Bear Stearns and Related Entities: The Consolidated Supervised Entity Program. **Securities and Exchange Comission.** 25 set. 2008. Disponível em <https://www.sec.gov/about/oig/audit/2008/446-a.pdf> Acesso em 29 mar. 2024.

KUTLER, Jeffrey. Will the 'Systemically Important' Club Become Less Exclusive? **GARP.** 19 ago. 2022. Disponível em <https://www.garp.org/risk-intelligence/technology/systemically-important-club-220819> Acesso em 20 abr. 2023.

LABONTE, Marc. **Systemically Important or “Too Big to Fail” Financial Institutions.** Congressional Research Service. 24 set. 2018. Disponível em <https://crsreports.congress.gov/product/pdf/R/R42150> Acesso em 20 abr. 2023.

LARIS, Michael; ARATANI, Lori. Taxpayers spent billions bailing out airlines. Did the industry hold up its end of the deal? **The Washington Post.** 14 dez. 2021. Disponível em <https://www.washingtonpost.com/transportation/2021/12/14/airline-bailout-covid-flights/> Acesso em 20 abr. 2023.

LÉGIFRANCE. **LOI n° 2013-672 du 26 juillet 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires.** 2018. Disponível em <https://www.legifrance.gouv.fr/loda/id/LEGIARTI000027757679/2013-07-28/#LEGIARTI000027757679> Acesso em 05 abr. 2024.

LEISHMAN, Angeline. Jen Easterly: CISA Begins Classifying Systemically Important Critical Infrastructure Entities. **ExecutiveGov.** 1 nov. 2021. Disponível em <https://executivegov.com/2021/11/cisa-begins-classifying-systemically-important-critical-infrastructure-entities/> Acesso em 20 abr. 2023.

LEONTSINIS, Alexandra Viegas. **Financeirização e crise na Europa: a experiência grega.** 2017. Monografia (Economia) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro.

MACDUFFIE, John Paul; SMETTERS, Kent; COHEN, Morris. The Auto Bailout 10 Years Later: Was It the Right Call? **Knowledge at Wharton**. 12 set. 2018. Disponível em <https://knowledge.wharton.upenn.edu/podcast/knowledge-at-wharton-podcast/auto-bailout-ten-years-later-right-call/> Acesso em 20 abr. 2023.

MARASCA, Julia. **Os instrumentos não convencionais de política monetária em um contexto de taxas de juros no “Zero Lower Bound”**. 2021. Monografia (Ciências Econômicas) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre.

MARKS, Howard Stanley. **Sea Change**. Oaktree. 13 dez. 2022. Disponível em <https://www.oaktreecapital.com/insights/memo/sea-change> Acesso em 20 abr. 2023.

MARTINEZ, Ana Paula. A concorrência no setor bancário no Brasil. **ABEL**, 22 out. 2008. Disponível em <https://www.leasingabel.com.br/noticias/a-concorrencia-no-setor-bancario-no-brasil/> Acesso em 19 abr. 2023.

MASSOC, Elsa. Banks, power, and political institutions: the divergent priorities of European states towards “too-big-to-fail” banks: The cases of competition in retail banking and the banking structural reform. **Business and Politics**, n. 22, v. 1, 2020. Disponível em <https://www.cambridge.org/core/services/aop-cambridge-core/content/view/8B030C0A9169935B0199C24428C2DE3F/S1469356919000181a.pdf/div-class-title-banks-power-and-political-institutions-the-divergent-priorities-of-european-states-towards-too-big-to-fail-banks-the-cases-of-competition-in-retail-banking-and-the-banking-structural-reform-div.pdf> Acesso em 09 abr. 2024.

MINISTÉRIO DA ECONOMIA. **Dívida Pública Federal possibilita o financiamento do déficit orçamentário**. 11 ago. 2022. Disponível em <https://www.gov.br/> Acesso em 20 abr. 2023.

MISHKIN, Frederic S. **The Economics of Money, Banking, and Financial Markets**. 12ª edição. Harlow: Global Edition, 2019.

MOSQUERA, Roberto Quiroga. **Tributação no mercado financeiro e de capitais**. 2.ed. São Paulo: Dialética, 1999.

MOURA, Felipe. Brasil tem a segunda maior taxa de juros entre os principais 40 países do mundo. **Brasil 61**. 09 mar. 2023. Disponível em <https://brasil61.com/> Acesso em 20 abr. 2023.

MULTIPLICADOR Bancário ou Multiplicador Monetário. Produção de Cláudio Branchieri. 2021. 13min e 21seg., son., color. Disponível em <https://www.youtube.com/watch?v=yEC1vQeh0u0> Acesso em 20 abr. 2023.

MUTU, Simona. Exposure to systemic risk of the European too-big-to-fail banks during crisis. **Review of Economic and Business Studies**, vol. 8, n. 2, 2015. Disponível em <https://ideas.repec.org/a/aic/revbebs/y2015d16mutus.html> Acesso em 20 abr. 2023.

NICHOLS, Dorothy M. **Modern Money Mechanics**. Chicago: Federal Reserve Bank of Chicago, 1961.

OLIVEIRA, Giuliano Contento de; FERREIRA, Adriana Nunes. Basileia III: concepção e implementação no Brasil. **Revista Tempo do Mundo**, v. 4, n. 1, jan. 2018.

PROTESS, Ben. 'Flawed' SEC Program Failed to Rein in Investment Banks. **ProPublica**. 1 out. 2008. Disponível em <https://www.propublica.org/article/flawed-sec-program-failed-to-rein-in-investment-banks-101> Acesso em 29 mar. 2024.

READE, Claire; SKILLMAN, David; MAROTTA, Marne. What To Expect From The House Select Committee On China. **Arnold Porter**. 13 fev. 2023. Disponível em <https://www.arnoldporter.com/-/media/files/perspectives/publications/2023/02/what-to-expect-from-the-house-select-committee-on.pdf?rev=dcaf6f6421f24c83a759f5ac97409be0> Acesso em 20 abr. 2023.

REINHART, Vincent; SIMIN, Timothy The market reaction to federal reserve policy action from 1989 to 1992. **Journal of Economics and Business**, n. 49, 1997.

REIS, Tiago. Como o Banco Central regula a liquidez da economia com o redesconto bancário. **Suno**. 29 out. 2018. Disponível em <https://www.suno.com.br/> Acesso em 20 abr. 2023.

REIS, Thiago. Freddie Mac: entenda o que é e qual o seu papel na crise de 2008. **Suno**. 01 out. 2020. Disponível em <https://www.suno.com.br/artigos/freddie-mac/> Acesso em 09 abr. 2024.

RIXTEL, Adrian van; WIWATTANAKANTANG, Yupana; SOUMA, Toshiyuki; SUZUKI, Kazunori. Banking in Japan: Will "Too Big To Fail" Prevail? **Center for Economic Institutions**. Working Paper Series, No. 2002-16. Hitotsubashi University Repository, 2002.

RODRIGUES, Azelma. Diretor do BC diz que compulsório não vai elevar juros. **O Globo**. 01 nov. 2011. Disponível em <https://oglobo.globo.com/economia/diretor-do-bc-diz-que-compulsorio-nao-vai-elevar-juros-3048481> Acesso em 27 mar. 2024.

ROSENGREN, Eric S. Lessons from the U.S. Experience with Quantitative Easing. The Peterson Institute for International Economics and Moody's Investors Service's 8th Joint Event on Sovereign Risk and Macroeconomics. **Federal Reserve Bank of Boston**. Frankfurt, 5 fev. 2015. Disponível em <https://www.bostonfed.org/news-and-events/speeches/lessons-from-the-us-experience-with-quantitative-easing.aspx> Acesso em 20 abr. 2023.

RUPPELT, Marcos; MISSAGGIA, André Brum; SANTOS, Bruno Miranda dos; SILVEIRA, Franco da. Análise da crise do Subprime e os derivativos de crédito nos Estados Unidos da América. **Revista Brasileira de Geografia Econômica**, ano 7, n. 13, 2018. Disponível em <https://journals.openedition.org/espacoeconomia/4342> Acesso em 20 abr. 2023.

RYBACK, William. Case Study on Bear Stearns. **Toronto Leadership Centre**. Disponível em

<https://repository.crmsindonesia.org/bitstream/123456789/131/1/Case%20Study%20on%20Bear%20Stearns.pdf> Acesso em 29 mar. 2024.

SAFIRE, William. Too big to fail or to bail out?. **The New York Times**. 06 abr. 2008. Disponível em https://www.nytimes.com/2008/04/06/opinion/06iht-edsafire.1.11699108.html?_r=1 Acesso em 20 jun. 2023.

SCARAMUZZO, Mônica. BNDES terá mais peso na Oi. **Estadão**, 22 set. 2014. Disponível em www.estadao.com.br Acesso em 19 abr. 2023.

SERRANO, Franklin. Do ouro imóvel ao dólar flexível. **Economia e Sociedade**, v. 11, n. 2, p. 237-53, Campinas, jul./dez. 2002.

SHIRAI, Sayuri. **Monetary Policy and Forward Guidance in Japan**. Speeches at the International Monetary Fund (September 19) and the Board of Governors of the Federal Reserve System (September 20) Held in Washington, D.C. 21 set. 2013. Disponível em https://www.boj.or.jp/en/about/press/koen_2013/data/ko130921a1.pdf Acesso em 20 abr. 2023.

SICSÚ, João. Quantos empregos custa a Lava Jato? **Carta Capital**. 27 mar. 2017. Disponível em <https://www.cartacapital.com.br/opiniao/quantos-empregos-custa-a-lava-jato/> Acesso em 20 out. 2023.

SIFMA. Margin and Capital Requirements for Covered Swap Entities, Board Docket Number R-1415, Docket Number OCC-2011-0008, FDIC RIN 3064-AD79, FHFA RIN 2590AA45, FCA RIN 3052-AC69. **Federal Reserve**. 26 nov. 2012. Disponível em https://www.federalreserve.gov/SECRS/2013/March/20130301/R-1415/R-1415_112612_110865_382966906084_1.pdf Acesso em 20 abr. 2023.

SMITH, Ariel. The European Central Bank's Covered Bond Purchase Programs I and II (ECB GFC). **Journal of Financial Crises**, vol. 2, n. 3, 2020. Disponível em <https://elischolar.library.yale.edu/journal-of-financial-crises/vol2/iss3/16/> Acesso em 20 abr. 2023.

SMALLEY, Suzanne. \$858 billion defense bill focuses heavily on cyber. These are some highlights. **Cyberscoop**. 7 dez. 2022. Disponível em <https://cyberscoop.com/cyber-heavy-ndaa-vote/> Acesso em 20 abr. 2023.

SNAVELY, Brent. Final tally: Taxpayers auto bailout loss \$9.3B. **Detroit Free Press**. 30 dez. 2014. Disponível em <https://www.usatoday.com/story/money/cars/2014/12/30/auto-bailout-tarp-gm-chrysler/21061251/> Acesso em 20 abr. 2023.

SOLARIUM. **Cyberspace Solarium Commission**. 2023. Disponível em <https://www.solarium.gov/home> Acesso em 20 abr. 2023.

SWEDBERG, Richard. The Structure of Confidence and the Col/apse of Lehman Brothers. **Markets on Trial: The Economic Sociology of the U.S. Financial Crisis: Part A**. Research in the Sociology of Organizations, V. 30A, p. 71-114, 2010.

Disponível em <https://www.jteall.com/Lehman%20Brothers%2002.pdf> Acesso em 29 mar. 2024.

TAVARES, Yasmim. Sai o real, entra a moeda social: economia solidária é aposta para enfrentar desigualdade. **Valor Investe**. 17 mai. 2022.

Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/> Acesso em 20 abr. 2023.

TESOURO DIRETO. **Tudo o que você precisa saber sobre o Tesouro**. 2023.

Disponível em <https://www.tesourodireto.com.br/conheca/conheca-o-tesouro-direto.htm> Acesso em 20 abr. 2023.

THORBECKE, W. On stock market returns and monetary policy. **Journal of Finance**, n. 52, 1994.

THORBECKE, W.; ALAMI, T. The effect of changes in the federal funds rate target on stock prices in the 1970s. **Journal of Economics and Business**, n. 46, 1994.

TRADING ECONOMICS. **Brazil Interest Rate**. 20 mar. 2023. Disponível em <https://tradingeconomics.com/brazil/interest-rate> Acesso em 20 abr. 2023.

TRADING ECONOMICS. **Brazil Stock Market (BOVESPA)**. 20 mar. 2023.

Disponível em <https://tradingeconomics.com/brazil/stock-market> Acesso em 20 abr. 2023.

TRADING ECONOMICS. **Euro Area Interest Rate**. 20 mar. 2023. Disponível em <https://tradingeconomics.com/euro-area/interest-rate> Acesso em 20 abr. 2023.

TRADING ECONOMICS. **Euro Area Stock Market Index (EU50)**. 11 abr. 2024.

Disponível em <https://tradingeconomics.com/euro-area/stock-market> Acesso em 11 abr. 2024.

TRADING ECONOMICS. **Japan Interest Rate**. 20 mar. 2023. Disponível em

<https://tradingeconomics.com/japan/interest-rate> Acesso em 20 abr. 2023.

TRADING ECONOMICS. **United States Fed Funds Rate**. 20 mar. 2023. Disponível em <https://tradingeconomics.com/united-states/interest-rate> Acesso em 20 abr. 2023.

TRADING ECONOMICS. **United States Stock Market Index (US30)**. 30 mar. 2023.

Disponível em <https://tradingeconomics.com/united-states/stock-market> Acesso em 20 abr. 2023.

U. S. DEPARTMENT OF TREASURY. **Financial Stability Oversight Council**. 2023.

Disponível em <https://home.treasury.gov/policy-issues/financial-markets-financial-institutions-and-fiscal-service/fsoc> Acesso em 20 abr. 2023.

VERSIGNASSI, Alexandre. **Crash**: uma breve história da economia. Rio de Janeiro: HarperCollins Brasil, 2019.

VUOJELA, Juho; RASCON, Alberto. Too Big to Fail Applied to Non-Financial Companies. **Resilienz durch Organisationsentwicklung**. 21 mai. 2022. Disponível

em: https://link.springer.com/chapter/10.1007/978-3-658-36022-1_13 Acesso em 20 abr. 2023.

WELBURN, Jonathan William; STRONG, Aaron. Too Interconnected to Fail. The next systemic crisis may start not in a bank or other financial institution but in the cloud. **Wall Street Journal**. 23 jul. 2020. Disponível em <https://www.wsj.com/articles/too-interconnected-to-fail-11595523324> Acesso em 20 abr. 2023.

WELBURN, Jonathan William; STRONG, Aaron; NEKOUL, Florentine Eloundou; et al. **Systemic Risk in the Broad Economy**. Interfirm Networks and Shocks in the U.S. Economy. Rand Corporation, 2020. Disponível em https://www.rand.org/pubs/research_reports/RR4185.html Acesso em 20 abr. 2023.

WINCK, Ben. Stocks may be 'too big to fail' as Main Street fixates on market moves, strategist says. **Market Insider**. 4 ago. 2020. Disponível em <https://markets.businessinsider.com/news/stocks/stock-market-outlook-prices-too-big-to-fail-stimulus-strategist-2020-8-1029468815> Acesso em 20 abr. 2023.

WORLD ECONOMIC FORUM. **This is what 700 years of interest rates looks like in one chart**. 2023. Disponível em <https://www.weforum.org/agenda/2019/11/interest-rates-670-years/> Acesso em 20 abr. 2023.

ZINSNER, Mary C.; FLINT, Susan; PHAN, Kim. Proposed New Data Security Rules Could Prove Duplicative, Forcing Banks to Turn Over Dangerous Amounts of Secured Data. **Troutman Pepper**. 2 ago. 2022. Disponível em <https://www.consumerfinancialserviceslawmonitor.com/2022/08/proposed-new-data-security-rules-could-prove-duplicative-forcing-banks-to-turn-over-dangerous-amounts-of-secured-data-2/> Acesso em 20 abr. 2023.